

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Les performances du capital investissement français
Page 11
- Les limites de la méthode des comparables boursiers dans la valorisation des entreprises en difficulté financière
Page 24
- Réflexions sur les enjeux du taux d'inflation
Page 27
- La difficulté de déterminer des agrégats normatifs en évaluation
Page 28

Lettre trimestrielle n°42 – 4^{er} trimestre 2023

Edito du Président :

L'année 2024 est une année à enjeux, défis, espoirs, incertitudes,..., avec de nombreux évènements attendus, et entre autres les élections présidentielles dans certains pays (EU, Russie,...), les crises géopolitiques qui durent (Ukraine, Moyen-Orient,...), l'accélération de la montée en puissance de l'IA, l'application de la directive européenne CSRD sur les critères ESG pour certaines entités à compter de 2024, la baisse des taux reportée au mieux à l'été 2024, la poursuite de la baisse des multiples de valorisation,....

Les évolutions des marchés sont très contrastées : année 2023 record sur certains marchés (américain, français,...), situation compliquée sur d'autres places boursières (Chine, Corée, ou Pologne). Les évolutions sont également très différentes selon les secteurs (ex : baisse dans l'immobilier, dans certaines sociétés de la fintech ou certains éditeurs logiciels, niveaux de valorisation toujours soutenus dans les secteurs comme la santé, l'IA, les activités liées à l'énergie verte,...).

Les tendances à la baisse des multiples de valorisation annoncées dans les précédentes lettres se sont poursuivies : le multiple qui résulte de l'indice Argos s'élève en effet à 9X l'EBITDA, contre 9,9X fin 2022, après le record de 11,6X en 2021. Pour autant, il faut être prudent avec une lecture non décodée de cet indice, les variations sont très liées à un effet mix : les baisses de multiples significatives portent sur les mêmes segments que ceux pour lesquels les multiples s'étaient envolés. Pour autant, on ne peut pas parler à ce jour, d'effondrement des valeurs, comme on le voit écrire parfois. Il faut plutôt parler d'assainissement, de retour à plus de cohérence entre les prix et les valeurs. Le multiple actuel revient au niveau pré-covid et au pic pré-crise des sub-primes.

Au-delà des méthodes d'évaluation, la détermination des agrégats normatifs (EBITDA,...) nécessite une attention particulière, du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs (inflation, effets Yo-yo sur les prix des matières, augmentation des coûts des CAPEX, pressions sur le BFR,...) qui ont eu pour conséquence des évolutions très contrastées sur les dernières années. De même, les difficultés accrues de certaines sociétés (tensions sur les marges, accès plus difficile et coûteux aux financements,...) amènent à se poser des questions plus fréquemment sur l'évaluation des sociétés qui font face à des difficultés (sans être pour autant en RJ ou en LJ).

Les impacts de l'IA et la prise en compte des critères ESG dans les démarches d'évaluation font partie des éléments d'attention majeurs des prochaines années, même si la réflexion est « balbutiante » à ce jour,..., et même si les études convergent à ce jour sur l'absence de corrélation entre la notation ESG et la valeur financière. En matière d'ESG, la définition de la cible est claire, celle de la trajectoire l'est beaucoup moins.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Association - Loi du 1er juillet 1901 - Téléphone : 04.72.69.38.88

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

➤ [Mise à jour du site A3E :](#)

Suite à certains problèmes techniques, A3E a fait évoluer son site. La nouvelle version est en service depuis début janvier 2024.

➤ [Save the date :](#)

A3E a organisé en partenariat avec LPF, France Invest, la DFCG et la CNCC une conférence sous format de table ronde le 5 février sur le thème : « le contexte de marché actuel a-t-il un impact sur les valorisations ? Quelles perspectives attendues »

➤ [Notes techniques dans le cadre de la réflexion de l'administration fiscale sur la mise à jour de leur guide.](#)

A3E participe avec d'autres associations à produire 7 notes techniques sur le 1^{er} semestre 2024, qui seront présentées à l'administration fiscale dans le cadre de la réflexion menée par Bercy sur une mise à jour éventuelle du guide d'évaluation des titres de société, dont la dernière version date de 2006.

➤ [Autres projets.](#)

A3E a prévu d'organiser d'ici fin 2024 le 3^{ème} atelier du cycle innovation et évaluation sur le thème de l'évaluation des fintechs.

INFO NEWS (suite)

Les marchés boursiers en apesanteur :

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 2019 :



Source : [boursorama.com](https://www.boursorama.com)

Après un ralentissement au 3^{ème} trimestre 2023 (baisse de 15 points du CAC 40), le quatrième trimestre met en évidence un fort rebond de l'indice boursier. En effet, entre début octobre 2023 et fin décembre 2023, l'indice CAC 40 est passé de 7068 à 7530 points, soit une hausse de près de 6 % en trois mois. Tandis que la saison des résultats trimestriels touche à sa fin, avec des publications meilleures que prévu, les places financières repartent à la hausse, rassurées par la détente des rendements obligataires et des données positives sur l'inflation américaine qui laissent espérer l'arrêt des hausses de taux.

La déconnexion entre l'évolution des marchés, et l'évolution des risques traduits dans les taux d'actualisation, s'est accentuée en 2023.

Le tableau ci-dessous met en évidence une évolution des indices boursiers à la hausse, pour la majorité des places boursières au 31 décembre 2023.

Places boursières	Evolution sur l'année 2023	Evolution des indices boursiers du 1 ^{er} octobre au 31 décembre 2023	Rappel des évolutions des indices 3 ^{ème} trimestre 2023
S&P 500	+24,23%	+9,87%	-3,58%
France – CAC40	+16,52%	+5,51%	-3,53%
Allemagne - DAX	+20,31%	+10,50%	-4,71%
Espagne – Ibex 35	+22,76%	+9,45%	-1,72%
Angleterre – FTSE 100	+3,78%	+2,70%	+1,02%
Italie – FTSE MIB	+34,39%	+10,43%	+0,04%

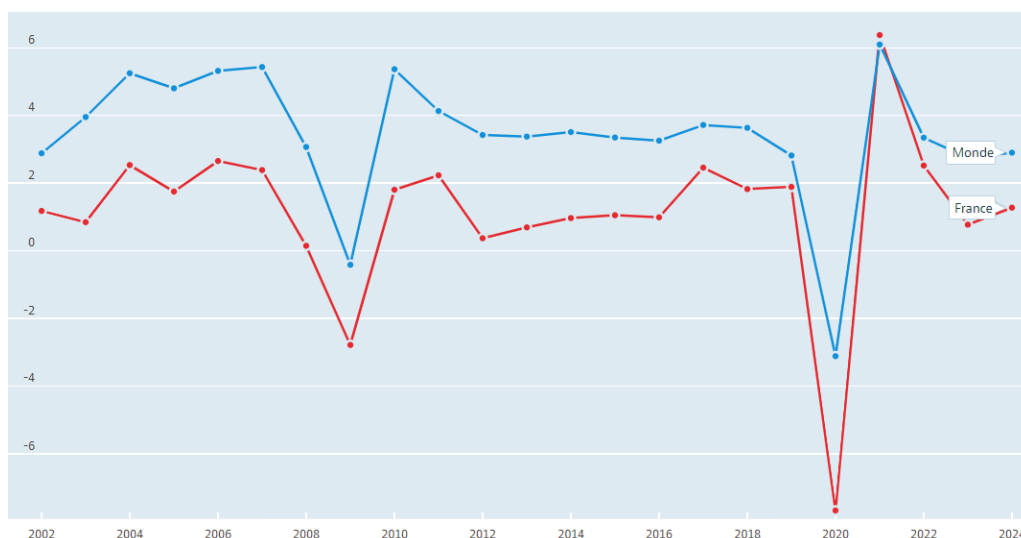
Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.

INFO NEWS (suite)

Une croissance « molle » du PIB en 2023 :

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

La courbe bleue 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, ...).

La croissance du PIB en 2022 a été portée par la résistance de la demande et le rebond du secteur des services. La croissance est pour autant inférieure aux prévisions établies en 2021 (4,21%), compte tenu d'un net ralentissement de l'activité au second semestre 2022.

Après un premier trimestre 2023 dynamique, le PIB de la France a connu un léger repli au troisième trimestre. Sur la base des résultats des dernières enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque de France, le PIB progresserait à un rythme de +0,1 % au quatrième trimestre, essentiellement porté par les services marchands. Les dernières informations conjoncturelles suggèrent une croissance du PIB à 0,8 % en 2023 contre 0,9 % dans la projection finalisée le 30 novembre. En 2024, la croissance du PIB devrait se situer à 0,9 % mais serait davantage tirée par la demande intérieure qu'en 2023.

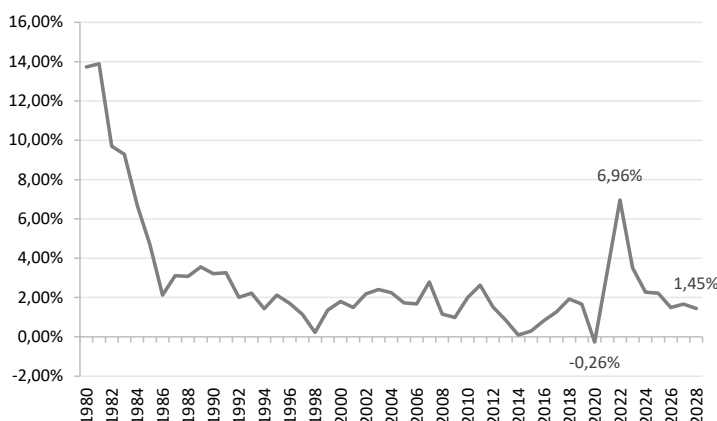
L'économie de la zone euro s'est affaiblie au second semestre 2023, freinée par le durcissement des conditions de financement, la faiblesse de la confiance et les pertes de compétitivité. Elle devrait se redresser à un rythme légèrement plus lent que celui prévu dans les projections macroéconomiques de septembre 2023. Les indicateurs à court terme font état d'une activité économique anémique au quatrième trimestre 2023. La croissance devrait toutefois se renforcer à partir de début 2024, à mesure que le revenu disponible réel augmente, soutenu par le recul de l'inflation, une croissance robuste des salaires, un marché de l'emploi résilient.

Les amplitudes très fortes des niveaux d'activité depuis 3 ans, les incertitudes et la visibilité insuffisante sont des contraintes fortes que les entreprises doivent gérer, notamment en termes de recrutement et d'investissements. La flexibilité et la mise en place d'outils de gestion / simulation sont plus que jamais des facteurs clés de résilience.

INFO NEWS (suite)

Taux d'inflation : un léger reflux sur le quatrième trimestre 2023

La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux d'inflation en France sur les 43 dernières années ainsi que les prévisions jusqu'en 2028 (source : FMI).



Après un niveau d'inflation jamais atteint depuis près de 35 ans en 2022, le taux 2023 est estimé à 5%. En 2022, l'INSEE prévoyait une inflation à 7% sur l'ensemble de l'année 2023.

La hausse brutale de l'inflation en 2022 en France est liée à de nombreuses raisons, à la fois conjoncturelles et structurelles (forte augmentation de la demande après la crise sanitaire, mesures massives de stimulation de l'économie, financées par des dépenses publiques, guerre en Ukraine, faiblesse de l'euro,...).

La tendance à la stagnation / baisse de l'inflation a été constatée dans un certain nombre de pays. L'inflation mondiale devrait légèrement reculer, de 8,7% en 2022 à 6,9% en 2023, puis à 5,8% en 2024, selon le FMI. Et cela en raison du resserrement de la politique monétaire facilité par une baisse des cours internationaux des produits de base.

Rappelons qu'il ne faut pas confondre ralentissement de l'inflation et baisse de prix. Le ralentissement de l'inflation n'implique qu'une baisse du taux de croissance annuel des prix, mais le niveau absolu des prix continue à s'élever ayant ainsi un impact cumulatif au cours des années sur le pouvoir d'achat des consommateurs.

L'inflation sous-jacente est passée de +5,8 % en 2022 à +5,9 % en 2023, en lien avec la progression plus soutenue des prix des services. Au quatrième trimestre 2023, l'inflation aurait de nouveau diminué, poursuivant son processus de décélération. La progression annuelle de l'indice des prix à la consommation a ralenti pour atteindre +3,9%, après +4,9% au troisième trimestre et +6,8% au deuxième. Selon l'INSEE, l'inflation va continuer de reculer pour s'établir à 2,6% en juin 2024.

Rappelons également que le taux d'inflation est plus faible en France que dans d'autres pays d'Europe, en grande partie lié à l'impact du bouclier tarifaire et au nucléaire. Pour information, le taux d'inflation pour la zone euro s'est élevé à 9,2% en 2022. L'enjeu, comme indiqué dans l'article ci-après, est de revenir à une inflation « positive » durable.

L'évolution de l'inflation reste soumise aux impacts de la crise géopolitique au Moyen-Orient. Une 2^{ème} crise des matières premières aurait probablement un impact très fort sur l'économie.

INFO NEWS (suite)

Confirmation de la hausse des taux des OAT en 2023, malgré la baisse fin 2023 :



Evolution des taux des OAT 10 ans, en 2023 (source : Agence France Trésor)

Le taux des OAT a brutalement chuté sur le 4^{ème} trimestre 2023, et la chute s'est accélérée en décembre 2023, de manière non anticipée, passant ainsi de 3,08% en moyenne au 3^{ème} trimestre à 2,54 % au 29 décembre 2023. Le point le plus haut était de 3,57% en octobre 2023.

Pour information, le seuil des 3% n'avait pas été atteint depuis 2012 (période de la crise des dettes souveraines de la zone Euro) ; par ailleurs, le taux sans risque calculé sur une très longue période était proche de 4,5% en 2008. Les taux à 10 ans repassent donc sous la barre des 3%, ce qui est un signal favorable pour 2024.

Rappelons que le taux des OAT est l'expression des taux sans risques en évaluation.

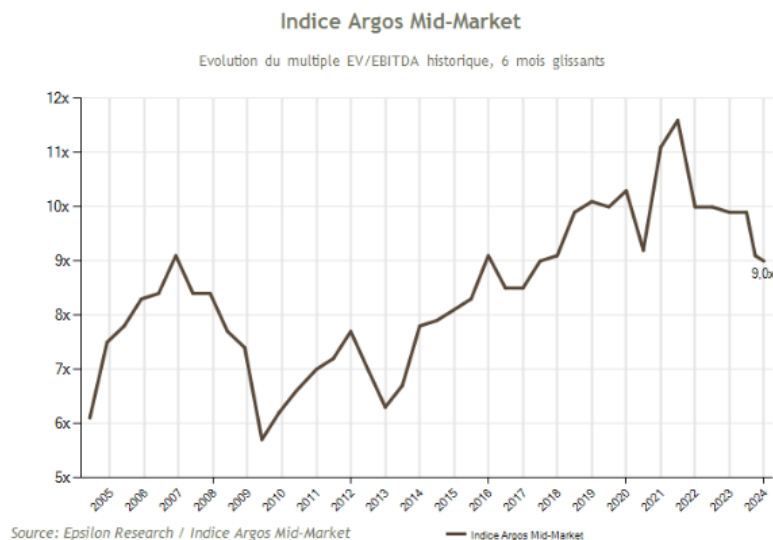
Même si le fait d'avoir un taux positif plus corrélé avec l'inflation est cohérent (cf. précédente lettre A3E), pour autant, l'augmentation des taux a un impact élevé sur les dettes privées, et surtout publiques, dans un contexte où il existe un enjeu clé pour certains Etats, et notamment les Etats-Unis ou la France, de réduire le niveau des dettes publiques.

La tendance à la hausse des taux depuis 2 ans (nous n'avons pas à ce jour le recul sur les impacts de la forte chute non anticipée du taux des OAT constatée en décembre) a des répercussions multiples, comme indiqué dans la précédente lettre A3E :

- pression à la baisse sur les valorisations, avec un retour en force de la méthode de la capacité de remboursement,
- accès plus difficiles aux crédits pour les entreprises (frein pour financer les CAPEX), et les ménages,
- exposition forte aux risques de taux pour les ménages dans le cadre de crédits immobiliers. En effet, dans certains pays comme l'Angleterre ou la Norvège, les crédits immobiliers sont majoritairement à taux variables,
- tensions fortes sur les valorisations de certains actifs (immobilier, obligataires,...), et impacts sectoriels induits,
- ...

INFO NEWS (suite)

Indice Argos (4^{ème} trimestre 2023) :



L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'est stabilisé à 9 x l'EBITDA au 4^{ème} trimestre 2023 (contre 9,1 x l'EBITDA au T3 2023, et 9,9X au T2 2023).

Pour autant, on ne peut pas parler d'effondrement des valeurs des sociétés non cotées, mais d'ajustement des valeurs. En effet, L'indice reste dans la fourchette élevée, si l'on fait abstraction de l'explosion, non intuitive, des valorisations pendant la période qui a suivi la crise de la covid en 2020.

Les prix continuent de converger entre les segments et l'écart selon la taille des transactions est à un point bas à 1,5 x l'EBITDA. Par ailleurs, les multiples payés par les grandes entreprises ont continué à diminuer (de 4% ce trimestre), à 8,7x l'EBITDA, bien que les marchés actions soient repartis à la hausse. Les multiples payés par les fonds sont restés stables à 9,4x l'EBITDA malgré le niveau élevé des taux d'emprunt, tempéré par un stock record de capital disponible.

L'activité M&A de la zone euro (en volume et en valeur) a renoué sur le 4^{ème} trimestre 2023 avec ses niveaux du 2^{ème} trimestre, et le volume du mid-market LBO affiche un rebond de 20%.

Comme indiqué dans la précédente lettre, 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,
- les variations (augmentation puis diminution) des indices médians est en grande partie due à un effet mix sectoriel (forte augmentation des multiples dans certains secteurs, et notamment le digital, la formation,...). En effet, nous constatons dans la pratique que les multiples de transactions sont restés stables ou en légère progression dans de nombreux secteurs matures,
- dans la mise en œuvre des méthodes analogiques, en réalisant une analyse rigoureuse du caractère comparable de l'échantillon retenu, compte tenu de la très forte hétérogénéité des transactions. Depuis la crise sanitaire en 2020, l'analyse a conduit assez fréquemment à identifier de moins en moins de transactions récentes qualifiées de comparables, et des divergences de plus en plus fortes au sein d'un même secteur (résilience très différente à la crise selon les entreprises, leur capacité financière, leur flexibilité, leur taille, ...).

INFO NEWS (suite)

⇒ **Une tendance générale de baisse des IPO au niveau mondial en 2023**

Sur le segment des introductions en bourse, l'année 2023 a prolongé la tendance à la baisse de l'année précédente.

Selon le cabinet de conseil EY, 1 298 IPO ont été enregistrées pour un montant total de 123,2 milliards de dollars, soit une baisse à l'échelle mondiale de 8 % en volume et de 33 % en valeur par rapport à 2022, très loin du pic de 2021.

Cette faible activité s'explique par la hausse des taux d'intérêt, qui a provoqué la chute des valorisations des entreprises candidates. De plus, certaines opérations sur le marché secondaire ont provoqué des baisses de valorisation et une chute des cours de bourse. A titre d'exemple, le cours du britannique CAB Payments s'est effondré de près de 80 % depuis son introduction sous l'effet d'un profit warning trois mois après l'opération.

Les deux régions le plus affectées par la chute des IPO sont l'Europe (-32%) et l'Asie (-44%). Le marché américain et celui du Moyen-Orient ont le mieux résisté. Dans le monde, les secteurs des biotechnologies et de l'industrie ont continué à dominer les introductions cette année, en représentant respectivement 264 et 265 opérations pour des montants de 32 et 26 milliards de dollars.

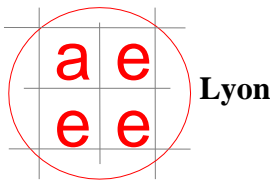
⇒ **Les introductions en bourse sur Euronext Growth en berne, et les valorisations à la peine**

Les craintes des investisseurs (taux d'intérêt, l'inflation, ralentissement) font que le marché des introductions en bourse a été peu actif en 2023, dans le prolongement de 2022 (10 introductions en 2022, après des IPO records en 2021 (OVH :400 m€) et 2019 (La Française des Jeux : 1,8 mds). Ainsi, 6 introductions seulement ont été réalisées sur la Bourse de Paris cette année, toutes sur Euronext Growth.

Si le cours de la société Osmosum, spécialiste du dessalement de l'eau et introduite en bourse en juillet 2023, a gagné sur 2023 depuis son entrée en bourse 3,9% (après une progression de plus de 50% dans le mois qui a suivi l'introduction), les cours des autres sociétés qui se sont introduites en bourse en 2023 ont baissé, voire fortement baissé en 2023. Ainsi :

- le cours de l'action « Lepermislibre », introduite en Bourse en février 2023, a baissé de près de 74% en 2023;
- le cours de la société « Florentaise » (spécialisée dans les terreaux bas carbonés), introduite en bourse en avril 2023, a baissé de près de 75% en 2023 ;
- le cours de la société « Mon courtier énergie », introduite en bourse en mai 2023, a baissé de 25 % en 2023 ;
- le cours de la société Vinapai (spécialiste des ingrédients naturels pour l'agroalimentaire), introduite en Bourse en juillet 2023, a baissé de près de 20% en 2023 ;
- le cours de la société STIF, spécialiste des composants dans le transport en vrac et des équipements de protection contre les explosions de poussière, introduite le 20/12/2023, a baissé de 5% (le recul étant insuffisant pour appréhender une tendance).

Par ailleurs l'éditeur français de logiciel de gestion de projets Planisware qui devait s'introduire en Bourse sur Euronext en octobre 2023, a retiré son offre la veille de l'IPO. L'introduction était pourtant très attendue, avec une levée de fonds prévue de plus de 240 m€, et une valorisation supérieure à 1 mds €.



⇒ **Hausse des dividendes des entreprises européennes en 2023 et nouvelle hausse attendue en 2024**

En 2023, les sociétés de l'indice MSCI Europe ont versé 407 milliards d'euros, sous forme de dividendes, à leurs actionnaires ; soit 1% de plus que le montant prévu (387 milliards d'euros).

Les secteurs ayant le plus contribué à cette hausse sont ceux de la finance et de la consommation discrétionnaire. Les rendements sur dividendes sont en hausse, malgré la forte progression des marchés actions l'an dernier (+16,5% pour le CAC40).

Les dividendes versés par les sociétés européennes ont augmenté d'environ 6%.

Les sociétés françaises ont enregistré un rendement du dividende de 3% pour 2023, et 3,27% sont attendus pour 2024.

Les entreprises norvégiennes restent celles ayant la performance la plus importante avec un rendement de 7,2% en 2023 (6,4% attendus en 2024).

⇒ **Nvidia : Un succès à 1000 milliards de dollars**

Nvidia est une société multinationale qui conçoit des unités de traitement graphique, des interfaces de programmation d'applications, ainsi que des systèmes de puces pour les marchés de l'informatique mobile et de l'automobile.

Récemment, Nvidia a conçu une nouvelle puce dont la puissance de calcul permet de faire fonctionner les outils d'intelligence artificielle tels que ChatGPT. Cette puce a ainsi été lancée fin 2022, quelques semaines avant le lancement de ChatGPT, et l'entreprise a vu son action augmenter de 200% depuis le début de l'année.

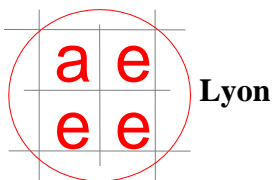
Désormais, cette société, cotée sur le NASDAQ depuis janvier 1999, se compte parmi les géants de la tech valorisés à plus de 1000 milliards de dollars en bourse, aux côtés d'Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet.

De plus, sur la période de mai à juillet 2023, le groupe californien a doublé son chiffre d'affaires sur un an à 13,5 milliards de dollars et a dégagé 6,2 milliards de bénéfices nets, soit une augmentation de 843% par rapport à la même période l'année dernière.

⇒ **Des signes d'optimisme pour le marché des fusions / acquisitions en 2024 après une forte baisse des transactions en 2023**

La baisse en 2023 des opérations de M&A est liée à la conjugaison de plusieurs facteurs : une inflation plus élevée, une hausse des taux d'intérêts, des perspectives économiques incertaines, ..., dans le contexte où 2022 était une année exceptionnelle.

Ces éléments ont entraîné une baisse de 47% des transactions en Europe en valeur au premier semestre 2023 par rapport à l'année précédente (passant de 596 milliards d'euros à 316 milliards d'euros). La baisse a concerné notamment les méga transactions (montant supérieur à 10 milliards de dollars).



La baisse du marché des opérations de M&A en France est estimée à 40% en France.

Des signes de reprise émergent pour 2024, confirmées par les acteurs du Private Equity.

Les transactions envisagées concernent soit des acquisitions dans le core business, soit la cession des actifs non stratégiques, avec des opportunités identifiées avec la baisse des valorisations qui s'est accentuée sur le 2nd semestre 2023.

⇒ **Augmentation des retards de paiement en France fin 2023**

Selon l'Observatoire des délais de paiement, les retards de paiement ont atteint en France 12,2 jours, contre 5,6 jours en Allemagne et 4,5 aux Pays-Bas.

L'augmentation des retards est principalement liée au fait que les entreprises qui payent en retard le font plus tardivement (le % des sociétés qui payent dans les délais reste élevé à 50%). Les retards sont principalement le fait des grandes entreprises (retards de 18 jours pour les entreprises de plus de 1 000 salariés).

⇒ **La fintech Pennylane devient la 32^{ème} licorne française :**

La fintech Pennylane, plateforme de gestion financière intégrée, est devenue la 32^{ème} licorne française (a).

La société, créée en 2019, vient de boucler son 6^{ème} tour de table pour un montant de 40 m€ auprès des fonds Sequoia Capital et DST Global.

(a) une licorne française est une start-up implantée en France, créée après 2003, dont la valorisation dépasse le milliard d'euros, et qui n'a pas été rachetée ni introduite en bourse depuis.

Rappelons que la France comptait 3 licornes en 2017 et 19 en 2021.

Le ministre français en charge du numérique a annoncé un objectif de dix licornes cotées sur Euronext, d'ici 2025.

Les performances du capital-investissement français : évaluation et appréciation à partir des données de France Invest

*Eddy BLOY, Vice Président A3E
Et Bertrand Manet, Senior Advisor Alantra, Secrétaire Général A3E*

Cet article a un double objectif :

- mesurer, principalement à partir du TRI net, la rentabilité de l'activité de capital-investissement,
- apprécier la traduction concrète de ces performances telles qu'elles peuvent être perçues sur le terrain par les acteurs qui la font vivre.

Nous avons documenté cette communication en utilisant les études annuelles E&Y-France Invest qui nous semblent un bon reflet de la réalité sur la question, que ce soit sur le plan de la méthode utilisée ou du champ couvert par l'investigation.

Nous ne nous référons pas systématiquement aux documents d'origine étant entendu que nous avons consulté les études 2021, 2022, 2023 (le millésime renvoie ici à la date de parution). Sur cette partie notre seule valeur ajoutée résulte de la sélection des chiffres qui nous ont paru significatifs et de la réunion sur un même document de données puisées dans plusieurs rapports ainsi que de quelques commentaires brefs sur les niveaux et les évolutions observées.

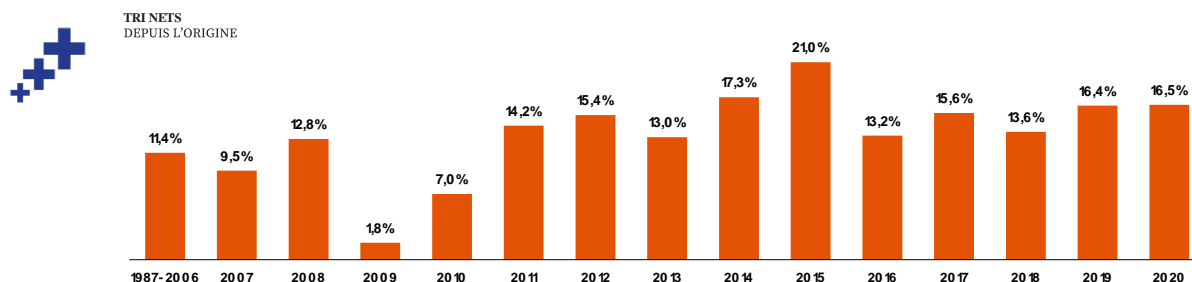
La partie appréciative, sera plus personnelle et reflètera la vision de l'activité telle qu'elle a pu être vue par Bertrand Manet sur les mois les plus récents.

1-La rentabilité de l'activité de capital-investissement

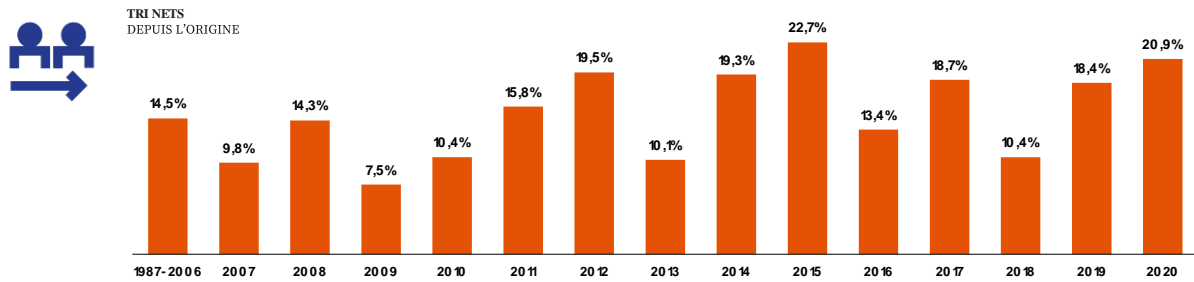
1-1-Evolution sur le long terme

Nous fournirons d'abord une série de chiffres relative à l'activité retraçant l'évolution sur plusieurs décennies accompagnée d'un focus sur le créneau de l'activité capital transmission auquel notre association porte une attention particulière.

Performance nette du capital-investissement par millésime



Performance nette du capital-transmission par millésime



S'agissant de l'ensemble du secteur, les niveaux de TRI sont, la plupart du temps, à deux chiffres et traduisent, sur une très longue période, une performance assez exceptionnelle.

La moyenne 1987-2006 est de 11,4%, donc très au-dessus de l'inflation réelle de la période traduisant ainsi une rentabilité réelle remarquable et mettant ainsi en évidence des primes de risque implicites tout à fait significatives.

Après la chute de 2009, on assiste à une tendance haussière qui culmine en 2015, puis à une stabilisation à des niveaux plutôt élevés.

Le tableau suivant permet de se faire une idée de la performance de ce type d'actif relativement aux investissements alternatifs :

PERFORMANCES ANNUELLES SUR 10 ANS
À FIN 2022, MOYENNES SUR LA PÉRIODE 2013 - 2022

CAPITAL- INVESTISSEMENT	14,2%
CAC 40 **	10,4%
CAC ALL- TRADABLE **	10,2%
IMMOBILIER	5,6%
HEDGE FUNDS	2,7%

Si l'on s'attache, maintenant à l'investissement dans le capital transmission, on peut faire plusieurs remarques :

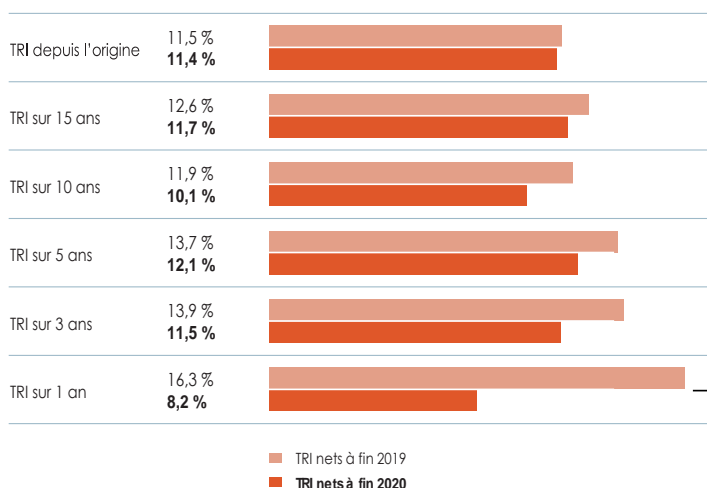
- l'évolution reproduit approximativement celle de l'ensemble. Après l'effondrement de 2009, à l'unisson des difficultés générées par la crise des sub-primes, la tendance est clairement à la hausse jusqu'en 2015, avec des niveaux très supérieurs au niveau moyen de 1987-2006. La période suivante marque une sorte de plateau avec des performances qui sont quasiment équivalentes à celles de 2011-2014.
- la rentabilité est d'environ trois points supérieures à celles de l'ensemble, ce qui est très significatif et qui traduit une prime de risque différentielle qui n'est pas nécessairement en adéquation avec le risque réel dans la mesure où ces opérations concernent des entreprises en général plutôt performantes et stables donc lisibles.
- les variations de rentabilité sont un peu plus volatiles que pour l'ensemble.

1-2-Evolution court terme-moyen terme

Nous avons cherché ici à saisir plus particulièrement la résistance de l'activité au choc produit par l'épidémie de COVID.

Nous reproduisons d'abord les diagrammes tirés directement du rapport France-Invest car ils ont l'avantage de fournir les données pour divers horizons d'investissement puis, nous avons inséré un tableau faisant apparaître les taux de rentabilité de la dernière année du couple d'années pour un horizon de 10 ans.

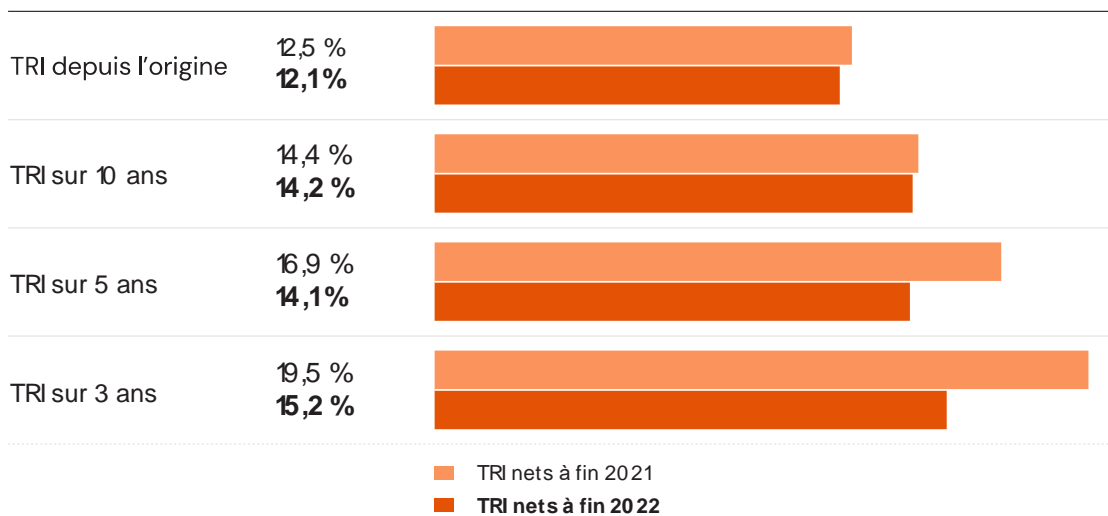
TRI NETS PAR HORIZON D'INVESTISSEMENT



La baisse du TRI sur 1 an s'explique par plusieurs facteurs.

1. L'année 2019 avait été particulièrement bonne alors que l'année 2020 subit les effets de la crise sanitaire. Sur les 5 dernières années, le TRI à 1 an a été compris entre 8,8% (en 2018) et 16,3% (2019).
2. Des cessions reportées et des valorisations en baisse à fin 2020 viennent diminuer le TRI. Ceci ne pourrait être que temporaire en cas de reprise économique.
3. Les contre-performances du CAC 40 en 2020 (-7%) ont impacté la performance du capital-investissement.

TRI NETS PAR HORIZON D'INVESTISSEMENT



TRI 10 ans année en cours

Millésime	2019	2020	2021	2022
TRI	11,3%	10,1%	14,4%	14,2%

Ces éléments appellent plusieurs remarques :

- on remarque que les TRI varient en sens inverse de la longueur de l'horizon, ce qui est normal compte tenu de leur modalité de calcul. Les horizons les plus longs sont normalement les plus significatifs. On pourrait dire, sans rentrer dans les nuances, que le calcul depuis l'origine est la mesure d'une valeur intrinsèque de l'activité. Les horizons 10 ans, 5 ans sont plus près de la réalité perçue par les investisseurs.
- on note le recul du TRI en 2020, mais il n'a rien de très important d'une part et, d'autre part, la récupération est très rapide. La résilience s'explique sans doute par la qualité des actifs qui sont sélectionnés par les institutions recensées dans le cadre de l'étude. Cette supposition nous conduit à penser que les entreprises support ne sont pas vraiment représentatives de la population des entreprises françaises.

1-3-Evolution par secteur d'activité

Le tableau suivant, construit selon les mêmes conventions que le précédent, permet de différencier les performances des fonds selon leur champ d'intervention :

TRI par secteurs 10 ans année en cours

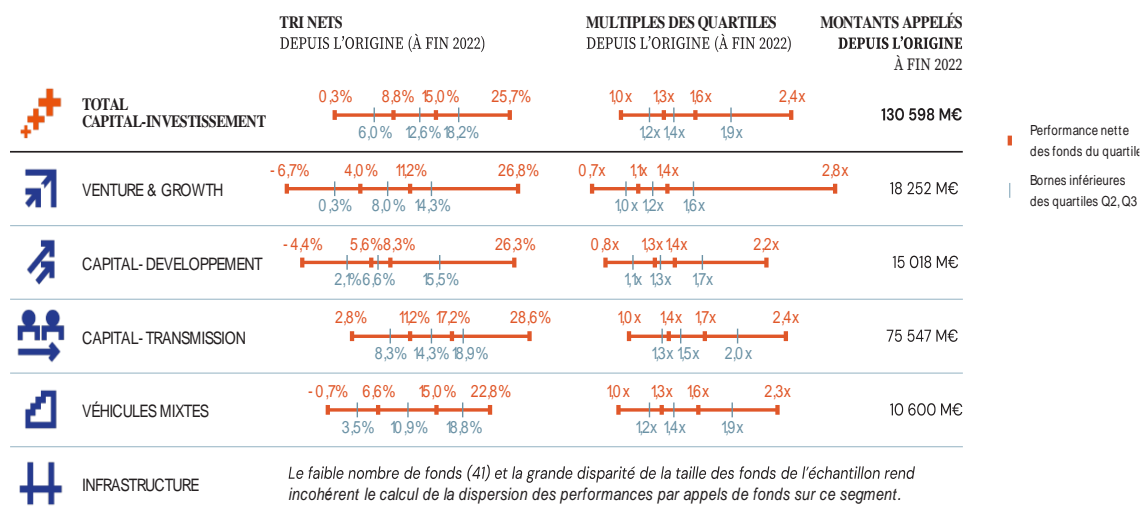
Millésimes	2019	2020	2021	2022
Venture&Growth	Nc	12%	9,4%	14,3%
Développement	Nc	7,9%	6,2%	9,5%
Transmission	Nc	13,1%	10,3%	15,3%
Véhicules mixtes	Nc	11,1%	12,2%	11,9%
Infrastructures	Nc	15,2%	13,3%	16,5%

Les TRI 10 ans n'ont pas été calculés en 2019. Le capital développement se distingue nettement par des performances très inférieures. Les meilleures performances sont enregistrées sur les fonds d'infrastructure. Cela peut paraître contre intuitif mais ce type d'investissement recouvre des secteurs qui peuvent s'avérer très rentables comme la santé, le traitement des eaux etc...

1-4-Aperçu sur la dispersion des performances

Nous nous contenterons sur ce point de communiquer les dernières données disponibles, celles de 2022.

La dispersion peut être appréciée à partir du tableau suivant en examinant la répartition des performances par quartile :



Ces chiffres sont intéressants à plusieurs titres :

- on constate d'abord que les médianes sont élevées : 12,6% pour l'ensemble de l'activité, jusqu'à 14,3% pour le capital transmission, mais seulement 6,6% pour le capital développement,
- les valeurs extrêmes situées dans le dernier quartile sont très élevées, la plupart supérieures à 25% (y compris pour le capital développement qui pourtant affiche dans l'ensemble une performance assez médiocre). N'oublions pas, cependant, qu'une partie de la performance repose sur des estimations de valeurs.
- le capital transmission révèle des performances plus homogènes que les autres segments.

1-5-La performance des fonds clos

Les TRI reflétés par cette mesure sont particulièrement intéressants car ils sont calculés sur la base d'opérations définitivement réalisées. Il n'y a donc pas de biais imputables à de potentielles plus-values. Nous ne disposons d'informations que pour les années 2020 et 2021, s'agissant des années récentes.

Année 2020

Les fonds clos affichent des performances moyennes nettes de frais élevées : 12,3% par an.**

		TRI NETS DES FONDS CLOS	MULTIPLES À FIN 2020	NOMBRE DE FONDS CLOS/ SEGMENT	MONTANTS APPELÉS PAR LES FONDS CLOS À FIN 2020
TOTAL CAPITAL-INVESTISSEMENT		12,3 %	1,66x	202 fonds	30 996 M€
CAPITAL-INNOVATION		0,7 %	1,04x	31 fonds	2 399 M€
CAPITAL-DEVELOPPEMENT		13,1 %	1,72x	29 fonds	1 832 M€
CAPITAL-TRANSMISSION		14,6 %	1,72x	105 fonds	24 379 M€
VÉHICULES MIXTES		10,2 %	1,67x	37 fonds	2 386 M€

Retour réalisé par les fonds clos à fin 2020

* Les fonds d'infrastructure ne sont pas représentés ici car le nombre de fonds clos sur ce segment est trop faible (5 véhicules).
 ** Sont étudiés ici les fonds clos ainsi que les fonds dont la NAV au 31/12/2020 est inférieure ou égale à 5% des appels de fonds.

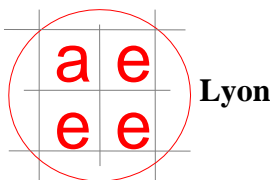
Année 2021

Les fonds clos affichent des performances moyennes nettes de frais élevées : 12,1% de TRI par an et un multiple de 1,67x.**

		TRI NETS DES FONDS CLOS	MULTIPLES À FIN 2021	NOMBRE DE FONDS CLOS/ SEGMENT	MONTANTS APPELÉS PAR LES FONDS CLOS À FIN 2021
TOTAL CAPITAL-INVESTISSEMENT		12,1 %	1,67x	232 fonds	34 226 M€
CAPITAL-INNOVATION		0,7 %	1,04x	33 fonds	2 442 M€
CAPITAL-DEVELOPPEMENT		10,9 %	1,64x	35 fonds	2 469 M€
CAPITAL-TRANSMISSION		14,4 %	1,71x	116 fonds	25 271 M€
VÉHICULES MIXTES		10,4 %	1,72x	42 fonds	2 528 M€

Retour réalisé par les fonds clos à fin 2021

* Les fonds d'infrastructure ne sont pas représentés ici car le nombre de fonds clos sur ce segment est trop faible (5 véhicules).
 ** Sont étudiés ici les fonds clos ainsi que les fonds dont la NAV au 31/12/2021 est inférieure ou égale à 5% des appels de fonds.



Ces éléments ne modifient pas substantiellement l'appréciation sur la rentabilité de l'activité si ce n'est pour le capital innovation, activité dans laquelle les plus-values espérées ne semblent pas avoir été réalisées !

Quelques réflexions sur cet ensemble de données :

- la performance du capital-investissement apparaît particulièrement brillante et robuste,
- la crise sanitaire n'a pas eu un impact très dommageable,
- ces résultats nous renseignent d'une certaine façon sur le coût des fonds propres dans le non coté et à ce titre ils doivent être analysés avec attention lorsque l'on se pose la question de l'estimation de ce coût dans nos opérations d'évaluation. Comme nous l'avons dit précédemment, il ne faut pas oublier que les entreprises qui servent de support à ces calculs ne sont pas représentatives de la population mais appartiennent à la frange la plus performante.

Cette revue nous a permis d'apprécier aussi bien les tendances de long terme que les évolutions les plus récentes. Notre propos ne serait pas complet si nous ne nous interrogeons pas :

- d'une part sur la situation telle qu'elle peut être perçue dans les mois les plus récents et pour lesquels nous n'avons pas d'informations statistiques construites,
- d'autre part si nous ne saisissons pas les configurations concrètes des opérations telles qu'elles se déroulent maintenant.

Ce seront les objectifs des développements qui vont suivre.

2-La situation et les perspectives de l'activité de capital investissement en 2023

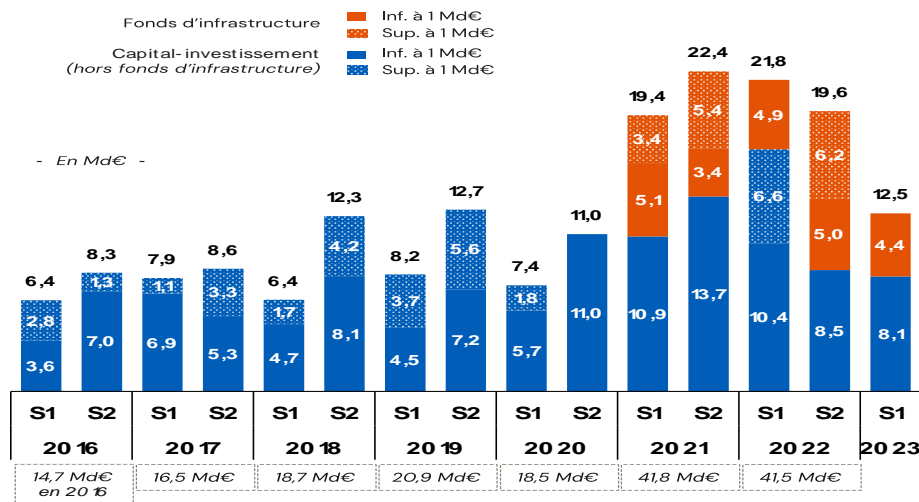
Avant d'apporter une appréciation sur la configuration des opérations, il est utile de les replacer dans le contexte du marché du capital investissement.

2-1-La caractérisation du marché :

Comme dans la partie précédente, nous nous reporterons à France-Invest qui a fait paraître le 18 octobre 2023 son étude sur l'activité des acteurs du capital investissement au premier semestre.

Comme le montre le tableau suivant, on assiste à un recul très significatif des levées de fonds entre les premiers semestres 2022 et 2023 :

Levées de capitaux

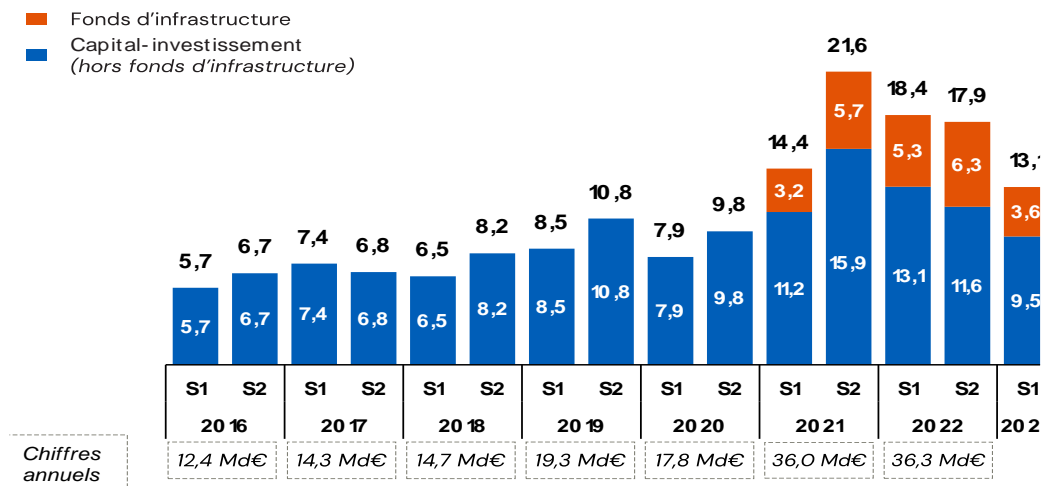


Les données semestrielles des fonds d'infrastructure sont collectées depuis le S12021

En effet, on passe de 21,8 milliards d'euros à 12,6 entre ces deux périodes, soit un recul de 42,2%.

Du côté des investissements, on assiste également à une régression notable.

Investissements en montants (Md€)

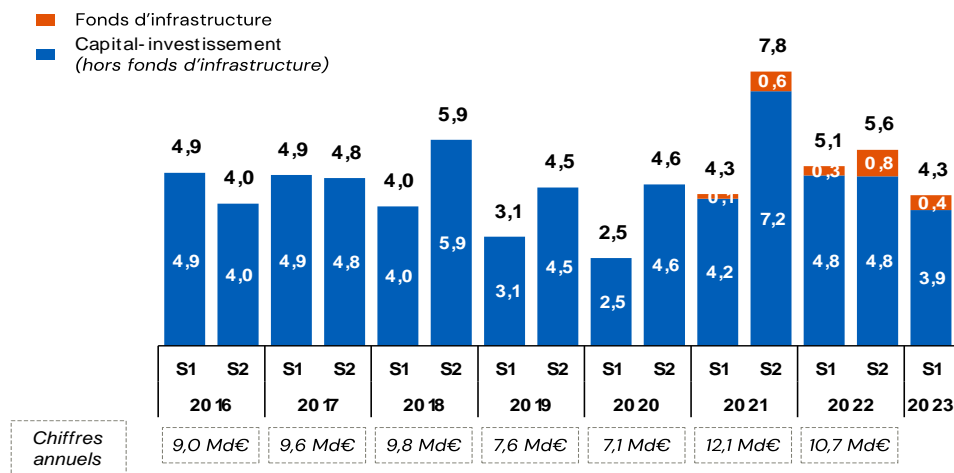


*Les données semestrielles des fonds d'infrastructure sont collectées depuis le S12021

A semestres comparables, on passe de 18,4 milliards en 2022 à 13,1 milliards en 2023. La régression enregistrée est moindre que celle des levées de fonds mais s'élève néanmoins à 37%, on reste donc dans les mêmes ordres de grandeur.

Enfin, les cessions manifestent également un recul mais de beaucoup moindre ampleur que les deux éléments précédents :

Cessions en montants **(au coût historique - Md€)**



Les données semestrielles des fonds d'infrastructure sont collectées depuis le S12021

La contraction est de l'ordre 20% à semestres comparables entre 2022 et 2023.

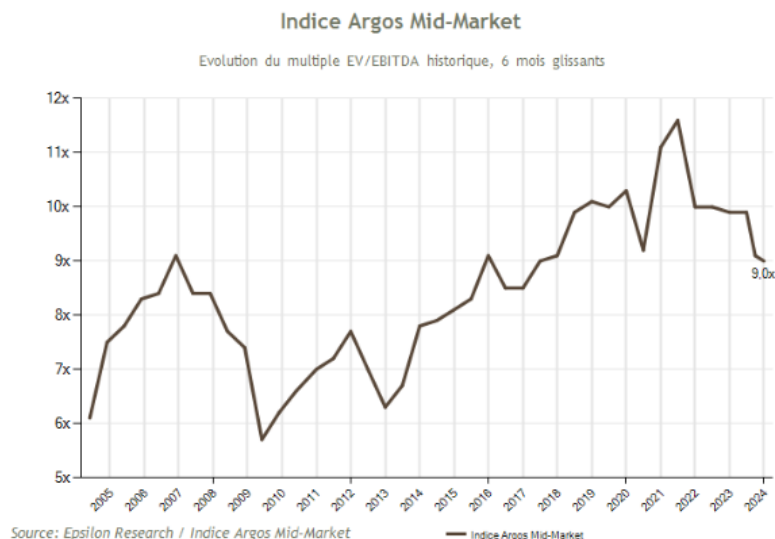
Plus qualitativement, des signes annoncent que le marché connaît quelques difficultés.

Ainsi, France-Invest fait remarquer que la diminution du volume des cessions est liée à l'allongement des délais que prennent les opérations et aux difficultés de financement, point qui sera développé par la suite. Par ailleurs, si les secteurs porteurs restent attractifs et font l'objet de démarchages actifs, d'autres disparaissent presque totalement du champ des opérations, c'est notamment le cas du bâtiment et des travaux publics. C'est également le cas du retail sous presque toute ses formes.

Cette situation de contraction n'est pas propre à la France, la dernière étude Argos mettant en évidence une activité M&A mid-market en zone euro en baisse de 30% en valeur et de 15% en volume au 1er semestre 2023, comparé à 2022.

2-2-Les valorisations

Voyons d'abord ce qu'indique globalement l'indice ARGOS Mid Market :



Au quatrième trimestre 2023, l'indice Argos tombe à X9. Cette chute assez brutale apparaît après celle qui a suivi le pic historique de 2021 et la relative stabilité de 2022 début 2023.

Elle confirme la régression des multiples consécutive à l'inflation et à la montée des taux.

Si 56% des transactions s'effectuent à des multiples compris entre X7 et X15, on doit observer que 30% d'entre elles ont été réalisées à des niveaux inférieurs à X7, du jamais vu dans l'historique de cette série statistique.

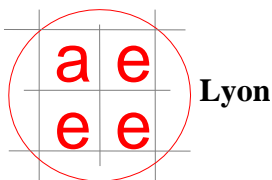
Ces chiffres qui sont européens se retrouvent dans le cadre du Mid-Market français.

Notons qu'outre la qualité intrinsèque de l'affaire, le secteur a une influence sur la fixation du multiple.

Les secteurs de la « tech », de la santé, des services aux entreprises qui sont porteurs, conduisent à valoriser les entreprises à des niveaux qui sont couramment de 14-15 fois l'EBITDA.

A noter cependant, que le segment de la « Tech Venture » composé de sociétés opérant dans des domaines comme la « Fintech » se sont totalement effondrés en 2023 en raison de survalorisations évidentes lors des années précédentes. Si l'on revient à des secteurs de base, on retrouve des multiples de l'ordre de X7 ou X8.

On observe encore que les industriels valorisent moins que les financiers avec un écart grandissant en T4 2023. Cela s'observe au niveau français comme au niveau européen. Ainsi, l'indice ARGOS pour les financiers est de x9,4, alors qu'il s'affiche à x8,7 pour les industriels contre x9 pour l'ensemble des opérateurs, comme vu précédemment.



Notons au passage, que l'on voit apparaître des valorisations fondées sur le « possible » plutôt que sur « l'intrinsèque », à savoir : des valorisations qui sont plus fondées sur la capacité à faire face aux charges de financement de l'opération qu'au potentiel réel de l'entreprise (pour peu que l'on soit capable de le déterminer !).

2-3-Le comportement des acteurs

Les financiers

C'est principalement sur l'activité des LBO secondaires, tertiaires... que l'on constate une contraction de l'activité. Cette contraction s'inscrit dans une logique où l'environnement devenant plus incertain, et les réalisations de business-plan quelque peu décevantes, les perspectives de plus-values en deuxième, troisième ou quatrième main sont affectées d'un coefficient de risque important et incitent à la prudence.

Un fait particulièrement intéressant à noter est la disparition quasi-totale des « préemptives ». Ce terme désigne des opérations dans lesquels les fonds sont particulièrement pro-actifs en agissant très en amont du processus de mise sur le marché. C'est ainsi qu'ils suivent tout particulièrement des cibles qui les intéressent et se rapprochent de la banque d'affaires chargée de la mise sur le marché. Ils négocient directement avec celle-ci afin que l'entreprise convoitée ne fasse pas l'objet d'une prospection large d'acquéreurs éventuels mais leur soit réservée. Il y a donc véritablement une préemption de la cible dès le début du processus.

La disparition de telles démarches est très significative du climat de défiance qui règne dans la profession. On note, qu'au niveau européen, la part des fonds de private equity dans l'activité a continué à décliner pour atteindre moins de 15% tant en volume qu'en valeur au 2ème trimestre 2023, un point bas record comme le souligne les dernières observations ARGOS.

Une tendance récente doit être soulignée : les fonds intègrent de plus en plus les préoccupations ESG dans le choix de leurs cibles.

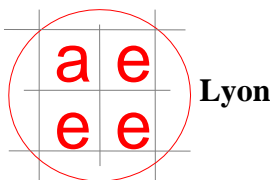
Cette prise de conscience a clairement des impacts sur les comportements des financiers, certains pouvant refuser d'entrer dans le capital d'entreprises rentables en dépit d'excellentes performances, d'autres proposant des décotes significatives.

Les industriels

La part des financiers baissant, on peut en déduire, *a contrario*, que leur poids dans les transactions a augmenté et c'est bien le cas tant en France que dans le cadre de la zone euro.

Il est clair que les groupes les plus florissants, dotés de marges de manœuvre financières, profitant de la moindre concurrence des financiers et donc d'une moindre pression sur les multiples, ont saisi les opportunités susceptibles de s'intégrer dans leur stratégie de croissance externe.

Cette résistance de l'activisme des acteurs « stratégiques » explique d'ailleurs que les multiples médians se soient maintenus à un niveau relativement élevé. On a vu précédemment que le multiple d'EBITDA dans la zone euro est resté voisin de 10 sur le segment Mid-Market.



Les prêteurs

L'attentisme de certains fonds se trouve renforcé par une certaine frilosité des banques face aux opérations haut de bilan. Cela se traduit par différents comportements :

- une plus grande attention portée à l'équilibre fonds propres-dettes ainsi qu'un resserrement du ratio Dettes/EBITDA à la suite de ce type d'opération.
- une sélectivité très différenciée selon les secteurs. La bonne volonté reste présente pour les secteurs considérés comme porteurs et dont l'avenir est lisible. Nous avons évoqué ce problème dans le cadre de notre examen du marché.
- un coût de financement qui s'est singulièrement réhaussé. Il y a 18 mois, la tranche A amortissable pouvait se négocier à 1,2%. Maintenant, les taux s'établissent plutôt à 3,5%-4%. Pour les tranches B subordonnées à 6 ans d'échéance, il faut désormais compter sur des taux de l'ordre de 5% contre 1,5 à 2%, il y a 18 mois. Il ne s'agit donc plus de renchérissements anecdotiques.

Les unitranches et les OC souscrites par les fonds sont également à des niveaux très élevés. On trouve des OC à 12% voire 14% contre 8-10%, 18 mois en en arrière.

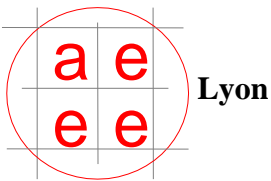
Le coût des mezzanines a peu bougé, de l'ordre de 15 à 18% sans compter les kickers qui sont susceptibles de renchérir le coût de l'ordre 4%.

Il faut d'ailleurs noter que le risque que fait peser les kickers sur l'opérateur financé, dans le contexte actuel (risque de non-réalisation du business plan), est peut-être de nature à ralentir l'appétence pour ce genre de produit et donc conduire à différer certaines opérations faute de financements alternatifs.

Cette hausse des coûts est de nature à nous interroger sur le devenir des opérations qui sont financées à de tels taux dans un contexte où le taux d'inflation se situe entre 4,5 et 5%.

En effet, l'inflation est en train de refluer, en France comme au niveau européen. Probablement que dès le deuxième semestre 2024, nous serons autour de 2%, sauf imprévu grave dans la situation géopolitique internationale.

Ces financements, dans la mesure bien sûr où ils sont contractés à taux fixes, risquent d'être problématiques car ces taux nominaux généreront des taux réels difficiles à supporter.



Conclusion

Comme nous l'avons déjà souligné, sur la moyenne période, l'industrie du capital investissement externalise une performance plus qu'honorable. Sa résistance à la crise Covid doit également être soulignée.

Nous pensons que plusieurs facteurs doivent être mis en exergue :

- *un démarchage s'attachant principalement à de belles PME ou ETI,*
- *un incontestable savoir faire des équipes. La France occupe la deuxième place européenne dans le champ du « private equity », ceci expliquant en partie cela.*
- *des coûts de financement faibles et une attitude plutôt accueillante des banques jusqu'à une période assez récente.*

La prégnance de ces facteurs s'est traduite par un marché particulièrement dynamique et des valorisations presque hors du commun.

Il reste à savoir si les signes moins encourageants mis en évidence sur les derniers mois témoignent d'un simple retour à une période plus normale ou sont le prélude à une régression plus significative.

Nous ne nous lancerons pas dans l'art de la divination, d'autant moins que notre époque est sous la forte influence de facteurs géopolitiques qui échappent à toute prévision quelque peu rationnelle et que les courbes de taux sont en train de s'infléchir.

Cahier : l'évaluation des entreprises en difficulté

Les limites de la méthode des comparables boursiers dans l'évaluation des entreprises en difficulté financière

*Benoît NOWACZYK
Associé Advolis Orfis, membre A3E*

Les approches analogiques se révèlent inapplicables lorsque la société évaluée présente des agrégats négatifs, rendant sa comparabilité difficile avec des entreprises considérées comme similaires.

L'application mécanique d'un multiple de valorisation à un agrégat négatif entraîne une valeur négative, contradiction économique, car la valeur basée sur le chiffre d'affaires est, par construction, positive.

L'imperfection de l'approche des comparables boursiers repose sur la doctrine de l'efficacité des marchés, où le cours d'une action reflète les anticipations des investisseurs sur l'évolution de la valeur d'une entreprise.

La notion de sociétés comparables est relative, chaque entreprise étant unique en termes d'activité, de taille, de secteurs géographiques, de positionnement stratégique et de structure financière. Bien que le degré de comparabilité ne soit pas absolu, les particularités des sociétés en difficulté limitent la pertinence des résultats obtenus par la méthode des comparables.

Pour contourner les résultats dégradés dans ces situations, il est envisageable de ne retenir que les multiples des exercices où la société a retrouvé une rentabilité conforme à celle de ses concurrents.

Cependant, des difficultés pratiques surgissent quant à la rationalisation de la rentabilité actuelle de la société cotée et l'incertitude entourant la rentabilité future, impactée par les pertes enregistrées durant la période intercalaire.

1 – La Prise en Compte des Pertes Intermédiaires

Le choix de ne retenir que les multiples des exercices où la société présente une rentabilité conforme au marché peut survaloriser la société en difficulté, même s'il ne s'agit que d'un exercice.

Pour éviter cela, il est nécessaire de diminuer la valeur obtenue en prenant en compte les pertes intercalaires actualisées. Celles-ci dépendent de l'agrégat de référence, par exemple, en application d'un multiple d'EBITDA, les pertes à intégrer sont celles observées sur cet agrégat. Les pertes doivent également être intégrées après impôt sur les sociétés si la société a une forte probabilité de bénéficier de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux.

Intégration des pertes intercalaires dans la méthode des comparables boursiers

Paramètres d'évaluation

Taux d'actualisation	11,00%
Taux d'imposition	25,00%
Ratio EBITDA / CA marché	4,30%
A VE / EBITDA N+5	x 5,60

Non pertinent

Valorisation

en K€	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
EBITDA	(5 000)	(6 000)	(3 000)	(1 000)	500	6 000
En % du CA	-5,3%	-6,0%	-2,7%	-0,8%	0,4%	4,1%
Pertes après impôt	(3 750)	(4 500)	(2 250)	(750)		
Coefficient d'actualisation		0,901	0,812	0,731		
Pertes après impôt actualisées		(4 054)	(1 826)	(548)		

Total des pertes actualisées (6 429) K€

A Multiple de valorisation	x 5,60
Valeur d'entreprise avant pertes intercalaires	33 600 K€
Valeur actuelle des pertes intercalaires	(6 429) K€
Valeur d'entreprise	27 171 K€
<i>Multiple implicite de valorisation</i>	<i>x 4,53</i>

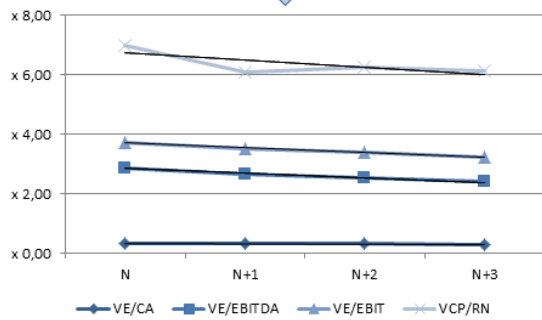
Cette méthodologie, simple à mettre en œuvre, permet d'obtenir une valeur intégrant les spécificités de la société en difficulté. Elle suppose cependant d'avoir un horizon des prévisions et de retournement compatible, et pose la délicate question du taux d'actualisation à retenir pour déterminer la valeur présente des pertes intercalaires.

2 – Le Prolongement de l'Horizon des Prévisions

Lorsque le plan de retournement prévoit un retour à une rentabilité proche de celle du secteur au-delà des prévisions des sociétés cotées comparables, il est possible de déterminer des multiples de valorisation au-delà de cet horizon. Cela se fait en établissant une courbe de tendance à partir des multiples de valorisation disponibles.

Extrapolation des multiples de valorisation à partir d'une droite de tendance

Multiples	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
VE/CA	x 0,34	x 0,33	x 0,32	x 0,31	x 0,30	x 0,29
VE/EBITDA	x 2,87	x 2,67	x 2,53	x 2,40	x 2,23	x 2,07
VE/EBIT	x 3,73	x 3,54	x 3,39	x 3,24	x 3,07	x 2,91
VCP/RN	x 7,00	x 6,10	x 6,25	x 6,12	x 4,77	x 4,26



Equation de la droite de tendance	R ²
$y = -0,0094x + 0,3494$	98,72%
$y = -0,1555x + 3,0073$	98,66%
$y = -0,1612x + 3,8804$	99,55%
$y = -0,249x + 6,99$	56,71%
$y = -0,249x + 6,99$	5,745

La mise en œuvre de cette méthode est cependant soumise à une forte corrélation entre la courbe de tendance et l'évolution des multiples. Faute de disposer d'un coefficient de corrélation (le coefficient R²) suffisant, il est hasardeux de déterminer des multiples au-delà de l'horizon explicite de prévision.

Au cas d'espèce, la prolongation des PER est déconseillée (r² de 57%). La détermination de l'équation de la droite de tendance ainsi que le coefficient de corrélation se fait automatiquement par l'utilisation d'un tableur.

Conclusion

Bien que la méthode des comparables boursiers offre des perspectives intéressantes en matière d'évaluation financière, son application à des entreprises en difficulté financière nécessite des ajustements précis.

Les exemples concrets soulignent l'importance de prendre en compte les particularités de chaque entreprise pour obtenir des évaluations plus réalistes et adaptées à des contextes financiers complexes.

L'utilisation judicieuse de méthodologies telles que la prise en compte des pertes intermédiaires et le prolongement de l'horizon des prévisions contribue à améliorer la pertinence de cette approche dans des situations délicates.

Réflexions sur les enjeux du taux d'inflation

Christophe VELUT
Président A3E, Associé Advolis Orfis

Alors que l'inflation a commencé à ralentir en 2023, la baisse est très différente entre les zones géographiques (baisse plus élevée aux Etats-Unis qu'en Europe). Il nous paraît important de rappeler les enjeux liés à l'inflation « positive », qui expliquent les différences de situation entre les zones géographiques, et notamment entre les Etats-Unis et la zone euro :

- L'inflation a un effet positif, si elle est maîtrisée. Il est considéré qu'une « bonne » inflation devrait se situer autour de 2% - 2,5%. A ce jour, les Etats-Unis se rapprochent de cette cible, alors que le taux d'inflation de la zone euros reste supérieur,
- Le taux de croissance du PIB devrait être supérieur au taux d'inflation,
- Les taux de croissance de salaires devrait rester à un niveau inférieur à l'inflation. En réalité, l'analyse doit porter sur le taux de croissance de salaires net de la productivité salariale. En effet, un taux de croissance de salaires élevé qui s'appuie sur une amélioration de la productivité ne pose pas en soi un problème. C'est une des différences importantes entre les Etats-Unis et l'Europe. Ainsi : aux Etats-Unis, le salaire par tête a augmenté de 4,5% en 2023, et la productivité a augmenté de 1%, alors que dans la zone euro, le salaire par tête a augmenté de 6%, et la productivité a baissé de 1%. Cette analyse doit être cependant prise avec prudence, car le taux de productivité est réel, et le taux de croissance des salaires est un taux nominal (non retraité de l'inflation),
- Une stabilisation des marges déficitaires des entreprises conjuguée à une stabilisation des salaires nets a également un impact positif. Les marges bénéficiaires ont baissé depuis un an, après une forte augmentation en 2021 (effet post-covid), avec une stabilisation de l'évolution du salaire net, alors que dans la zone euros, les marges sont restées stables, avec une croissance du salaire net.
- Les écarts d'inflation ont un impact direct sur les orientations des politiques monétaires des Banques centrales. Celles-ci prennent en compte les taux d'intérêts nets réels, et non nominaux, c'est-à-dire les taux d'intérêts retraités de l'inflation. Les taux d'intérêts réels sont positifs aux Etats-Unis (estimés à 2,7%), alors qu'il est aujourd'hui négatif (estimation de -1,3%) en zone euros. Cette situation, qui accentue l'inflation en zone euros font que la baisse des taux devrait intervenir plus vite aux Etats-Unis (fin S1 2024 ?) que dans la zone euros (2025 ?), la BCE devrait maintenir ses taux (le niveau actuel est modérément élevé, au regard des taux qui ont pu être connu dans le passé) en 2024. La baisse des taux aux Etats-Unis plus rapide que dans la zone euros va avoir un impact positif sur la consommation et les investissements, ..., et devrait se traduire par une appréciation de l'euro par rapport au dollar.

La difficulté de déterminer des agrégats normatifs en évaluation

Christophe VELUT
Président A3E, Associé Advolis Orfis

La détermination d'agrégats normatifs a toujours été un enjeu en évaluation, quelle que soit la méthode utilisée (méthode des multiples, méthode des DCF,...). Selon les approches utilisées, les agrégats normatifs sont calculés à la date de l'évaluation, et/ou à la date de sortie envisagée (approche du private equity).

L'exercice a toujours été difficile dans le cas de start-up ou de sociétés en difficultés.

Sans parler de start-up ou de sociétés en difficultés, l'exercice nécessite une attention particulière depuis la crise sanitaire, l'augmentation brutale de l'inflation, et les impacts des différentes crises géo-politiques.

La 11^{ème} enquête A3E prix-valeur a montré que la crise sanitaire a eu peu d'impact sur l'évaluation des sociétés in bonis (et résilientes), les transactions ayant été réalisées principalement en retenant un agrégat normatif retraité des effets de la crise sanitaire, tenant compte souvent de la situation pré-covid.

Il est important de rappeler que quelle que soit la méthode utilisée (multiples ou DCF), la détermination des agrégats normatifs repose sur une analyse de la « trajectoire » de la société évaluée. Ce point a été illustré dans la 11^{ème} enquête A3E prix-valeur : les sociétés / fonds d'investissement qui n'utilisent que la méthode des multiples et pas la méthode des DCF utilisent généralement un business plan pour déterminer l'agrégat normatif d'entrée, ou de sortie envisagée, ..., dans ce contexte il est assez fréquent que les sociétés soient en vente au moment où elles atteignent un point haut.

Les difficultés d'analyse de la trajectoire sont illustrées par les exemples suivants :

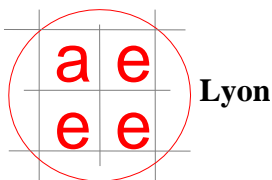
- **Evolution de l'activité :**

De nombreuses sociétés ont connu une baisse brutale d'activité en 2020, avec un rattrapage parfois très fort en 2021 et 2022, dont le niveau n'est pas le reflet d'une situation habituelle.

La tendance inverse s'est produite dans certains secteurs, notamment pour les sociétés qui avaient anticipé pendant la crise sanitaire un niveau de stocks élevé : explosion des ventes en 2020 / 2021, avec toutes les conséquences / tensions que cela peut avoir en termes d'organisation et de financement, puis ralentissement brutal en 2021 / 2022.

La très forte hausse de l'inflation en 2021 et 2022 a perturbé les références en matière de taux de croissance de CA, au-delà de l'effet volume évoqué ci-dessus, et il est indispensable de réaliser les analyses financières en distinguant les effets volumes et les effets prix. En effet, là où les effets prix s'élevaient généralement à +2-+3% avant la crise sanitaire, les effets prix ont pu s'élever à +10%-+20% dans de nombreux secteurs d'activité en 2021 et 2022.

En revanche, les prévisions doivent tenir compte des tendances macro-économiques annoncées à ce jour, qui prévoient un retour à la normale de l'inflation fin 2024 / 2025.



Ainsi, maintenir des effets prix élevés à compter de 2025, ou prévoir une baisse progressive des taux de variation de CA sur un horizon de 5 ans, n'a pas de sens,..., sauf dans le cas des sociétés qui ont un « pricing power », qui ont un rapport de force leur permettant de maintenir des niveaux de prix élevés.

Dans certains cas, les effets prix (notamment dans le cas des prix de vente indexés sur les hausses de matières premières,..., qui ont baissé depuis dans de nombreux cas) pourront être négatifs sur certaines périodes.

Un autre point à considérer est lié à la prise en compte du ralentissement économique et de l'augmentation des difficultés financières / dépôts de bilan constatés.

- **Evolution de la marge brute :**

L'analyse de la marge brute est rendue complexe à la fois en valeur absolue et en valeur relative.

En valeur absolue :

- De nombreux coûts (matières premières, coûts de transports -containers,...) ont explosé en 2020 / 2021, puis rebaisé en 2022/2023, selon des ampleurs très différentes selon les secteurs d'activité,
- L'analyse des marges est également est également fortement impactée par la stratégie des sociétés, en matière notamment :

- De stocks : les entreprises qui ont constitué un stock très élevé pour se couvrir contre la hausse des matières (en période de taux bas), ont pu avoir l'année de la hausse des prix une marge élevée,
- De répercussion des hausses de prix des matières sur les prix de vente. 2 facteurs doivent être pris en compte : d'une part le délai de répercussion des hausses et l'ampleur de la répercussion. Cela joue dans les 2 sens : certaines entreprises ont maintenu des prix de vente élevés alors que les prix des matières ont baissé, en attendant la réaction des clients,..., qui ne va certainement pas tarder.

- L'augmentation du prix de l'énergie est une préoccupation majeure de nombreuses entreprises, d'autant plus que de nombreuses entreprises disposaient de prix aidés, et ou de contrats pluri-annuels qui sont ou vont arriver à échéance en 2023.

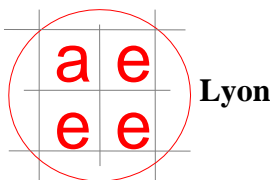
Anticiper une baisse importante du prix de l'énergie, callée sur la baisse de l'inflation, nous paraît trop optimiste à ce jour, et l'enjeu consistera à analyser les mesures mises en œuvre par la société pour se couvrir, et les impacts financiers (coût de la couverture,...), dont l'analyse n'est pas aisée. Dans tous les cas où le prix de l'énergie constitue un enjeu majeur, une analyse précise devra être réalisée, et les hypothèses retenues documentées.

Au-delà de la difficulté d'analyse au niveau de la société, l'analyse des comparables est aussi complexe, car les stratégies des entreprises au sein d'un même secteur d'activité ont été très différentes, au-delà de certains facteurs tels que l'agilité ou la résilience.

En valeur relative :

Compte tenu de l'effet prix souvent important sur les variations du CA, et de la corrélation différente dans le temps entre augmentation des prix des matières premières / énergie et des prix de vente, le ratio marge brute / CA pourra être très différent de ceux constatés dans le passé.

Il sera généralement pertinent d'apprécier les évolutions dans la trajectoire définie pour le BP au regard des % avant crise sanitaire.



- **Evolution de la rentabilité (EBITDA / EBIT) :**

Comme pour la marge brute, les enjeux portent à la fois sur l'analyse des valeurs absolues et des valeurs relatives.

Sans rentrer dans le détail, l'analyse est sensible sur la masse salariale, dans un contexte portant à la fois sur :

- Les difficultés de recruter et retenir les talents. Ainsi, les progressions de CA prévues dans le BP (notamment dans le service) sont-elles compatibles avec les capacités actuelles de recruter des salariés ou de constituer un réseau de free lance,
- Les taux de progression de salaires, qui ont fortement progressé en 2022 et 2023 (à +5-+6%), là où les progressions étaient plus proches de 2-3% avant, en lien avec l'inflation. Le retour de l'inflation à un niveau normal attendu pour 2024 / 2025 devrait conduire à une hausse des augmentations collectives de salaires. Pour autant, les très fortes tensions sur le marché du travail contraignent de nombreuses entreprises à augmenter les salaires, notamment à l'embauche, sans contrepartie en termes de gains de productivité,..., et dans un contexte où de nombreuses études ont montré que certaines mesures comme le télétravail génèrent fréquemment des pertes de productivité.

Inversement, certaines sociétés ont ou sont en train de renégocier certains baux (réduction des surfaces, des loyers,...), qui devraient se traduire par des économies. Les économies sont plus difficiles à réaliser lorsque l'immobilier est loué à une SCI qui appartient aux dirigeants.

En ce qui concerne l'EBIT, 2 points sont à considérer avec attention :

- L'évolution du risque client, dans le contexte actuel (augmentation des défaillances, tensions fortes sur les financements et les taux,
- L'évolution des dotations aux amortissements, dans le contexte où de nombreuses sociétés ont reporté en 2020 et 2021,..., et en 2023 avec les tensions sur les financements / les taux certains investissements. Ainsi, le niveau des dotations aux amortissements est sous-évalué par rapport à une situation normale.

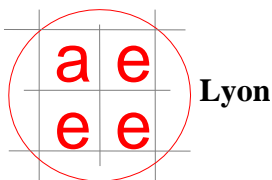
- **Evolution du BFR**

Comme indiqué supra, les enjeux portent à la fois sur l'analyse des valeurs absolues et des valeurs relatives. Les % BFR / CA ont pu ainsi être très affectés par la stratégie des sociétés en matière de BFR pendant la crise et l'effet induit par les hausses de prix du le CA.

Une analyse attentive devra être effectuée au cas par cas, et tenir compte tout particulièrement des possibilités de financement du BFR (plus difficiles actuellement, et/ou plus coûteuses).

De nombreuses prévisions prévoient un retour « à la normale » du BFR sur l'horizon des prévisions. Il sera important de bien identifier les mesures concrètes qui seront mises en place pour atteindre cet objectif.

Rappelons, et c'est un point essentiel, que les prévisions doivent être établies sans tenir compte des moyens de financement du BFR (ex : factoring,..), car la valeur d'entreprise correspond à la valeur générée par les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, **indépendamment des outils de financement mis en place.**



- **Evolution du CAPEX**

Comme indiqué supra, les enjeux portent à la fois sur l'analyse des valeurs absolues et des valeurs relatives. Les % CAPEX / CA ont pu ainsi être très affectés par la stratégie des sociétés en matière de CAPEX pendant la crise et l'effet induit par les hausses de prix du le CA.

En matière de CAPEX, et comme indiqué ci-dessus, de nombreuses entreprises ont différé certains CAPEX pendant la crise sanitaire, ou actuellement dans un contexte de tensions fortes sur les financements. 2 sujets sont particulièrement sensibles :

- La non anticipation de l'impact de l'inflation : le coût de certains CAPEX est très supérieur au coût d'il y a un an,
- Les tensions sur les financements, qui portent notamment sur le financement des CAPEX de croissance pour les sociétés qui sont confrontées à des difficultés financières.

En conclusion :

L'analyse financière des données historiques de la société ET des comparables (qui ne le sont souvent plus au sein d'un même secteur) depuis la crise sanitaire nécessite beaucoup d'attention et est devenue souvent complexe.

L'analyse des agrégats normatifs doit être effectuée dans la perspective d'une trajectoire réaliste et réalisable, y compris pour la mise en œuvre de la méthode des multiples.

Il sera généralement utile de se référer aux agrégats de la situation avant covid.

Dans l'attente d'un retour à la normale (en 2024 ou 2025), notamment en termes d'inflation, il sera souvent utile d'apprécier la cohérence des agrégats en valeur absolue, les agrégats exprimés en % du CA étant « perturbés » depuis la crise sanitaire.

Les hypothèses retenues par la société doivent être cohérentes par rapport aux évolutions des données économiques attendues (inflation,...).

Les hypothèses structurantes pour lesquelles l'exercice du jugement a été exercé (ex : trajectoire de taux de croissance des prix de vente, des taux de croissance de salaires, du coût de l'énergie,...), et des politiques mises en place par la société doivent être documentées.

L'évaluateur doit s'assurer que les prévisions (notamment de BFR) ne sont pas affectées par les moyens de financement.

La prise en compte des capacités de financement dans un contexte de hausse des taux est un élément important à prendre en compte pour apprécier la capacité de la société à financer le business plan.