

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

### Sommaire :

- Edito du Président  
**Page 1**
- Info News  
**Page 2**
- Cahier : l'évaluation des entreprises en difficulté  
**Page 11**
- L'intérêt d'un diagnostic flash RSE pour l'entreprise et l'évaluateur.  
**Page 19**
- L'évaluation des entreprises en difficulté, questions diverses  
**Page 22**

### **Lettre trimestrielle n°43 – 1<sup>er</sup> trimestre 2024**

#### **Edito du Président :**

Il y a 4 ans jour pour jour le 12 mars, les marchés financiers avaient chuté après la requalification de la covid-19 d'épidémie en pandémie avec un point bas le 16 mars. Ceux qui ont investi à cette période ont eu le nez creux.

De nombreux événements ont pesé sur les tendances des marchés fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2024 avec des marchés sous pression au début du 2<sup>nd</sup> trimestre 2024 : incertitudes sur le calendrier de baisses de taux aux Etats-Unis et en Europe, tensions géopolitiques accrues au Moyen Orient, ... dans l'attente de la publication des résultats des sociétés cotées qui pèsent fortement sur les indices (les géants de la Tech aux US, le secteur du luxe en France, ...). L'application des nouvelles réglementations sur les RSE, qui arrive très (trop vite), beaucoup plus contraignante en Europe que dans les autres pays du monde, est une source d'inquiétude supplémentaire, car même si elle concerne dans un 1<sup>er</sup> temps les groupes importants cotés, elle va en pratique avoir des impacts directs ou indirects rapides sur un très grand nombre d'entreprises.

Il est politiquement plus correct de parler de consolidation et non pas de baisse des marchés, les contrastes étant importants en fonction des secteurs économiques (les secteurs de l'immobilier, de la restauration, ou encore de l'automobile, restent très affectés).

Plus que jamais, « cash is king » pour 2 raisons : d'une part car l'accès au crédit et le coût du crédit reste très élevé, d'autre part, car les taux de rendements ont fait augmenter de manière significative les produits financiers des entreprises qui ont une trésorerie importante. Les groupes qui avaient une trésorerie importante avant la crise sanitaire ont pu passer les différentes tempêtes avec une heureuse résilience. Quelle est loin la période où une décote, parfois significative, était appliquée par certains fonds sur la trésorerie excédentaire.

L'actualité financière se concentre sur les records des marchés boursiers et les variations de taux. La réalité économique de la majorité des entreprises est très différente, avec une forte augmentation des défaillances d'entreprises sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2024, et surtout depuis un an, des défaillances des grandes entreprises (avec par exemple Orpéa, Go Sport France en liquidation judiciaire, ou encore Minelli et Naf Naf en redressement judiciaire, Casino au bord de la cessation de paiement avec une perte de 5,7 mds € en 2023, Atos dans une situation très difficile, ...).

Dans ce contexte, le sujet de la valorisation de ces entreprises en difficulté est un sujet à la fois important et complexe, sur lequel l'association est régulièrement sollicitée.

Nous continuons dans cette lettre la série d'articles sur le sujet que nous avons initiée dans la précédente lettre.

**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

---

➤ Conférences

A3E a organisé en partenariat avec LPF, France Invest, la DFCG et le CNOEC 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 professionnelles à produire 7 notes techniques sur le 1<sup>er</sup> 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.

L'association a contribué directement à la rédaction de la note 2 sur les approches directes et indirectes de l'évaluation des entreprises, et à celle de la note 4 sur les actifs incorporels (dans laquelle nous abordons notamment la méthode de la rente du goodwill, qui fait l'objet de nombreux contentieux avec l'administration fiscale).

➤ Autres projets

A3E a prévu d'organiser d'ici fin 2024 le 3<sup>ème</sup> atelier du cycle innovation et évaluation sur le thème de l'évaluation des fintechs.

## INFO NEWS (suite)

**Les marchés boursiers en apesanteur** : un record historique en mars 2024..., des marchés sous pression en début de 2<sup>nd</sup> trimestre 2024



Source : boursorama.com

Après un fort rebond de l'indice boursier au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023 (+5,51%), le premier trimestre 2024 met en évidence une nouvelle hausse de l'indice boursier des entreprises du CAC 40, encore plus forte. En effet, entre début janvier 2024 et fin mars 2024, l'indice CAC 40 est passé de 7450 à 8206 points, soit une hausse de près de 10,15 % en trois mois.

**Ainsi, pour la première fois de son histoire, l'indice CAC 40 a dépassé le jeudi 7 mars les 8000 points, pour différentes raisons : publication de très bons résultats annuels de certains groupes, notamment dans le secteur du luxe et de l'énergie qui représentent un poids important dans les indices boursiers (LVMH et TotalEnergies notamment), la perspective d'une baisse des taux d'intérêts par les banques centrales, le ralentissement de l'inflation, l'engouement pour l'intelligence artificielle.**

En quatre années, le CAC 40 a plus que doublé, avec un passage de 3754 points le 18 mars 2020 à plus de 6 000 à la fin du premier trimestre 2021, puis à 8000 en ce début d'année 2024.

Le tableau ci-dessous met en évidence une évolution des indices boursiers en forte hausse, généralisée à la majorité des places boursières au 28 mars 2024 (moyennes de variations quotidiennes).

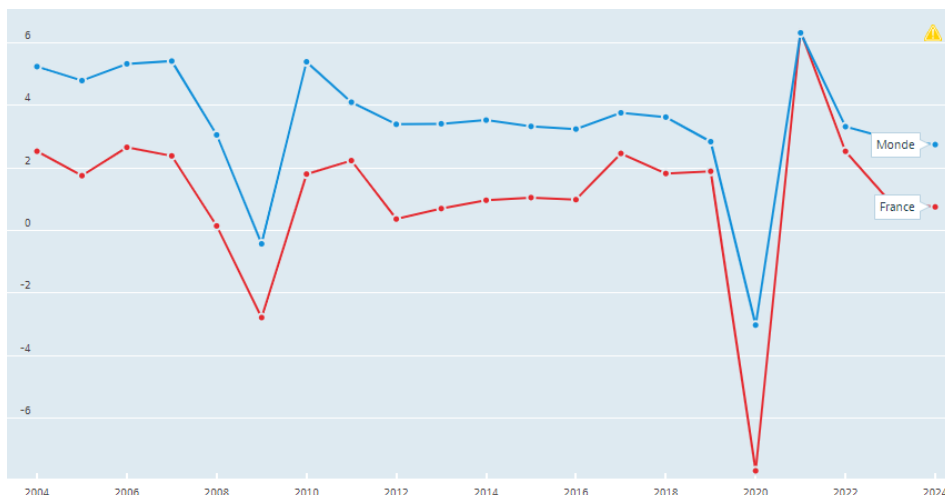
| Places boursières     | Evolution des indices boursiers du 2 janvier au 28 mars 2024 | Rappel des évolutions des indices au 4ème trimestre 2023 |
|-----------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| S&P 500               | +10,79%                                                      | +9,87%                                                   |
| France - CAC40        | +8,96%                                                       | +5,51%                                                   |
| Allemagne - DAX       | +10,35%                                                      | +10,50%                                                  |
| Espagne - Ibex 35     | +8,86%                                                       | +9,45%                                                   |
| Angleterre - FTSE 100 | +2,99%                                                       | +2,70%                                                   |
| Italie - FTSE MIB     | +13,84%                                                      | +10,43%                                                  |

## INFO NEWS (suite)

### Des perspectives de croissance du PIB, malgré un déficit important 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



La croissance du PIB devrait ralentir et passer de 0,9% en 2023 à 0,8% en 2024, avant de remonter à 1,2% en 2025 selon l'OCDE. Après un ralentissement en 2024, les exportations devraient se redresser en 2025 à la faveur d'une amélioration modeste de la demande extérieure. La situation restera tendue sur le marché du travail, entretenant les pressions à la hausse sur les salaires, et ouvrant la voie à une légère progression du pouvoir d'achat. Cependant, la dégradation des conditions de financement due au resserrement de la politique monétaire continuera de peser sur l'investissement et la consommation.

Les mesures de soutien budgétaire adoptées pour protéger les ménages et entreprises face à la hausse des prix de l'énergie sont progressivement supprimées. Malgré les réductions de dépenses annoncées, le déficit budgétaire restera plus fort que prévu à 5,5% du PIB pour 2023.

La croissance du PIB devrait se redresser en 2025, selon l'OCDE, conjuguée à un ralentissement de l'inflation et à l'amélioration de la demande extérieure.

De plus, la France s'est engagée à adopter un plan budgétaire à moyen terme pour accélérer le rythme de l'assainissement des finances publiques..., dans le contexte où les dépenses de retraite, de santé, liées au vieillissement de la population, devraient faire gonfler les dépenses publiques d'environ 4% du PIB d'ici 2040.

## INFO NEWS (suite)

### Taux d'inflation : un léger reflux sur le premier trimestre 2024

**La courbe ci-après met en évidence l'évolution de l'inflation en France entre janvier 2017 et mars 2024 (source : Insee).**



Selon l'Insee, l'inflation en glissement annuel diminue de +3,1% en janvier 2024 (estimation non révisée par rapport aux résultats provisoires publiés le 31 janvier 2024). Ce ralentissement sur l'année s'explique majoritairement par la baisse des prix de l'alimentation, des produits manufacturés, de l'énergie. Cependant, les prix des services ainsi que le tabac augmentent.

Rappelons qu'il ne faut pas confondre ralentissement de l'inflation et baisse des 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 sur le pouvoir d'achat des consommateurs.

En mars 2024, la hausse des prix à la consommation a ralenti plus que prévu à 2,3% sur un an, après avoir baissé à 3% en février selon la première estimation publiée par l'Insee à fin mars. Depuis février, la hausse des taxes sur le gaz, accompagnée de la baisse du bouclier tarifaire sur l'électricité, augmente l'inflation de 0,4 point.

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 France s'est élevé à 5,7% en 2023, contre 6,4% dans l'Union européenne. L'enjeu, comme indiqué dans la précédente lettre, est de revenir à une inflation « positive » durable.

## INFO NEWS (suite)

Confirmation de la baisse des taux des OAT / des risques, comme illustré par la courbe ci-après :

### Taux de l'échéance constante à 10 ans (TEC10)

valeurs quotidiennes



Source : Banque de France - Comité de Normalisation Obligataire

### Evolution des taux à évolution constante OAT 10 ans, depuis le 01/03/2022

Après une année de forte hausse en 2023, la baisse des taux des OAT semble se confirmer pour 2024 en passant sous la barre des 3% sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2024, bien que moins élevée que prévue. Le taux des OAT a baissé sur le premier trimestre 2024, passant ainsi de 3,13% en moyenne au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023, à 2,83 % au 28 mars 2024. La moyenne trimestrielle au 28 mars 2024 est de 2,81%.

Pour information :

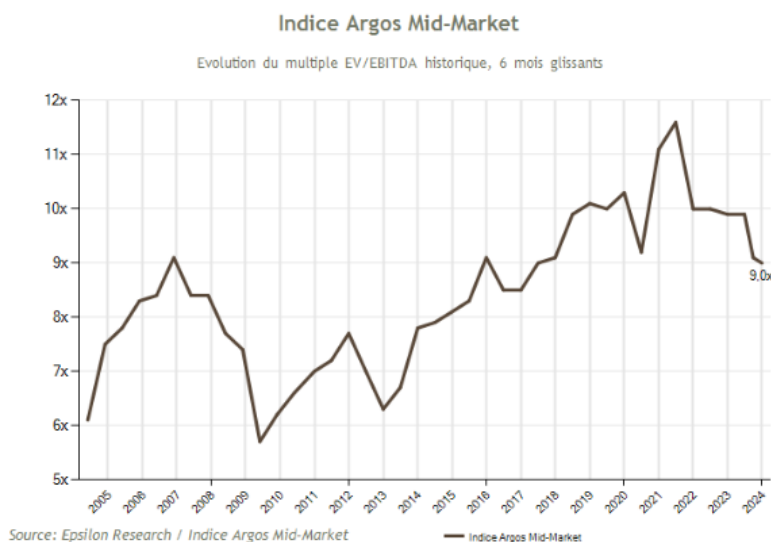
- Le seuil des 3% n'avait pas été atteint depuis 2012 (période de la crise des dettes souveraines de la zone Euro) ;
- Le taux sans risque calculé sur une très longue période était proche de 4,5% en 2008.

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.

Rappelons que les niveaux de taux qui restent plus élevés que prévus entraînent une pression à la baisse sur les valorisations, avec un retour en force de la méthode de la capacité de remboursement, des tensions fortes sur les valorisations de certains actifs (immobilier, obligataires...), et impacts sectoriels induits, dans un contexte d'accès plus difficiles aux crédits pour les entreprises (frein pour les CAPEX), et les ménages.

## INFO NEWS (suite)

### Indice Argos (4<sup>ème</sup> trimestre 2023) :



L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'est stabilisé à 9 x l'EBITDA au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023 (contre 9,1 x l'EBITDA fin 2022, et 9,9x fin 2021). L'indice du T1 2024 n'était pas encore publié à la date d'édition de la lettre A3E.

Pour autant, on ne peut pas parler d'effondrement de l'indice des prix des sociétés non cotées, car il reste dans la fourchette élevée. 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 alors que les « abaques » de primes de taille pour le calcul des TRI de marché continuent d'augmenter fortement (sources CCEF, Fairness Finance). Par ailleurs, les multiples payés par les grandes entreprises ont continué de 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.

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)

---

### ⇒ Amolyt Pharma, la biotech lyonnaise, rachetée pour un milliard de dollars

Amolyt Pharma, une société installée à Ecully, qui a réalisé un CA de 11 137 € et une perte de 24,3 m€ en 2022, a annoncé le jeudi 14 mars, son rachat par le laboratoire pharmaceutique britannique AstraZeneca.

La transaction représente un montant de 1,05 milliard de dollars, soit une opération record en France dans le secteur des biotechnologies, qui inclue un paiement de 800 millions de dollars à la clôture de l'accord, auquel s'ajoute la possibilité pour les actionnaires d'Amolyt de toucher 250 millions supplémentaires à l'atteinte d'un jalon réglementaire défini.

En 2023, la société avait déjà signé la plus grosse levée de fonds de l'année du secteur pour 130 millions d'euros, aux côtés de fonds de capital-risque tels que Kurma Partners, Sofinnova, InnoBio 2 notamment.

Cette société dispose d'une cinquantaine de salariés et s'est spécialisée, dès son lancement en 2014, dans le traitement des maladies rares endocriniennes.

### ⇒ Atos : une capitalisation boursière en forte chute

Fleuron français des services digitaux, Atos connaît depuis 2 ans une descente aux enfers avec une perte historique annoncée récemment de 3 mds €. Le cours a perdu 95% de sa valeur en 5 ans.

Atos qui est l'un des piliers technologiques des JO 2024 à Paris, a réalisé un CA de 10,693 mds € et une perte de 3,332 mds € en 2023.

Le groupe informatique français est très fortement endetté, avec une dette de 4,6 milliards d'euros, dont 3,65 milliards d'emprunts et obligations à rembourser ou refinancer d'ici fin 2025.

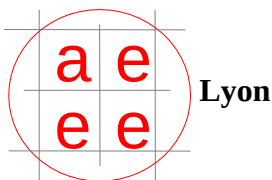
Atos a présenté son plan de refinancement à ses créanciers le 8 avril, et est à la recherche de plus d'un milliard d'euros, dont 600 m€ pour financer l'activité sur la période 2024-2025. Il prévoit de convertir en actions près de la moitié de sa dette.

L'entreprise a perdu près de 80% de sa valeur boursière en un an et est assistée par un mandataire ad hoc dans sa procédure amiable de conciliation avec ses créanciers.

Les besoins de financement sont à obtenir sous la forme de dette ou capital par des parties prenantes existantes ou investisseurs.

Pour faire face aux différentes difficultés, la piste d'un découpage des activités n'est pas enterrée. L'Etat, de son côté, s'engage à garantir que les activités stratégiques sensibles restent françaises.

L'activité la plus sensible concerne celle des supercalculateurs qui servent à simuler les essais utiles à la dissuasion nucléaire. Doté d'une puissance de calcul de 174 pétaflops, ce supercalculateur est classé quatrième ordinateur le plus puissant du monde. L'Etat s'engage sur le plan de sauvetage d'Atos en sécurisant l'avenir des activités sensibles. En échange d'un prêt de 50 millions d'euros apporté par l'intermédiaire du FDES (Fonds de développement économique et social), l'Etat recevra une action de préférence au niveau de Bull SA (filiale contrôlant l'activité de fabrication des supercalculateurs utilisés dans la simulation nucléaire).



### ⇒ **Nvidia : une valorisation dépassant les 2 000 milliards de dollars, qui a doublé en 9 mois**

Nvidia, créée en 1993, est devenue le leader mondial de la conception, du développement, et de la commercialisation de processeurs graphiques programmables. Il développe également des logiciels associés.

Dans la Silicon Valley, le groupe fait référence en termes de boom de l'intelligence artificielle, grâce à une forte demande de puces.

L'entreprise est passée d'une valeur de 1 000 milliards à 2 000 milliards de dollars de valorisation en 9 mois, en 2024. Devant Nvidia, deux entreprises affichent des capitalisations boursières supérieures : Apple (2 774 mds \$) et Microsoft (3 124 mds \$).

Aux Etats-Unis, en 2024, Saudi Aramco se hisse juste derrière les deux géants énoncés précédemment, avec une valeur boursière de 2030 milliards de dollars. Ainsi, seules trois entreprises américaines affichent une capitalisation dépassant les 2 000 milliards sur le premier trimestre 2024.

Pour Nvidia, cela représente la plus forte progression parmi les entreprises américaines, moins de la moitié du temps nécessaire aux géants Apple et Microsoft pour y parvenir.

Cela s'explique en partie par les puces Nvidia qui sont utilisées par une grande majorité des acteurs de l'IA générative tel que ChatGPT ou OpenAI.

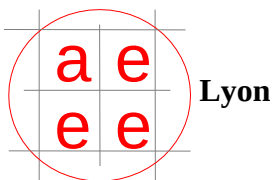
Cette société est passée du statut de fabricant de puces de niche à entreprise mondiale. L'objectif initial était l'obtention d'images de meilleure qualité pour les jeux vidéo mais les puces se sont révélées indispensables à l'entraînement des modèles de langage pour les IA. Au niveau mondial, Nvidia dépasse Amazon et Alphabet au classement des plus fortes valeurs de marché, et a dépassé Saudi Aramco.

### ⇒ **Le groupe Puig : une IPO à 2,5 milliards d'euros ?**

Le groupe espagnol Puig (CA : 4,304 mds € en 2023), spécialisé dans les cosmétiques et propriétaire de marques telles que Paco Rabanne et Jean-Paul Gaultier, a annoncé son intention de lever une somme dépassant les 2,5 milliards d'euros dans le cadre de son introduction en bourse sur le marché espagnol. En Espagne, il s'agit de la plus grande cotation après celle de l'opérateur aéroportuaire AENA en février 2015. Le groupe Puig espère que cette IPO permettra un alignement de la structure de l'entreprise sur celle d'autres entreprises du secteur beauté haut de gamme.

Aujourd'hui, ce groupe contrôle 11% du marché mondial des parfums haut de gamme. De façon globale, le marché mondial des IPO était orienté à la baisse depuis deux ans, en raison de l'incertitude économique et géopolitique. Cependant, la baisse des taux d'intérêts peut laisser espérer une reprise pour l'année 2024.

Puig a l'intention d'obtenir une valorisation de 14,8 milliards de dollars dans le cadre de cette introduction en bourse, en proposant environ 1,25 milliard d'euros d'actions nouvelles et 1,36 milliards d'euros d'actions existantes.



### ⇒ **L'année 2023 : des marchés financiers en pleine euphorie**

Globalement, l'année 2023 a été marquée par d'excellentes performances sur le marché boursier et les principaux indices ont atteint des records, à défaut d'être une très bonne année en termes d'IPO.

Si l'on compare à fin 2022, la meilleure performance annuelle est celle du Nasdaq avec une performance annuelle de +44,5% en 2023, suivant le Nikkei (+28,2%) et le S&P500 (+24,7%).

En France, le CAC 40 clôturait à 7596 points le 15 décembre 2023, soit une progression de +14% sur l'ensemble de l'année.

Ces performances peuvent s'expliquer par de multiples facteurs : les économies des pays développés ont fait preuve de résilience en 2023, les marges des entreprises se sont maintenues à des niveaux hauts, les perspectives de profit de grandes entreprises cotées ont été élevées.

Le secteur du luxe a surperformé en 2023 à la bourse de Paris, qui représente 38% de la capitalisation boursière du CAC 40 en 2023. Les capitalisations boursières de LVMH, L'Oréal, Hermès ont été en progression de +7,9%, +35,1%, +32,8% respectivement en 2023. Enfin, au dernier trimestre 2023, les marchés boursiers ont bénéficié d'un regain d'optimisme alimenté par la poursuite de la désinflation et les déclarations laissant supposer un prochain desserrement des politiques monétaires. En effet, la FED a suggéré que plusieurs baisses de taux pourraient avoir lieu en 2024, suite à sa réunion du 13 décembre 2023.

De plus, les programmes de rachats d'action réalisés par les grandes entreprises ont stimulé les cours. Selon S&P Global, les entreprises composant le S&P500 ont racheté pour 576 milliards de dollars en actions sur les trois premiers trimestres de 2023.

### ⇒ **Hausse significative des défaillances d'entreprises sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2024**

Les défaillances d'entreprise ont augmenté de 19,4% sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2024 à 17 088, par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, soit un point le plus haut depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2015.

### ⇒ **Une année difficile pour les licornes en 2023 :**

53 licornes européennes (sociétés valorisées plus de 1 mds €) ont perdu leurs statuts en 2023, contre 58 en 2022.

Après des années exceptionnelles entre 2020 et 2022 (108 nouvelles licornes européennes en 2021), seules 7 sociétés européennes ont gagné leur statut de licornes en 2023 (fermeture des vannes des financements, hausse des taux, incertitudes, baisse de l'appétence des investisseurs, ...).

Certaines licornes ont été obligées de réduire de manière significative leurs effectifs (ex : Payfit, Ledger, ManoMano, Back Market, ...) , d'autres font face à des difficultés financières très significatives (Carlili en LJ, Cityscoot en RJ,...).

Pour autant, certaines licornes continuent d'avoir des business models solides, comme Doctolib ou Qonto.

---

## Cahier : l'évaluation d'entreprises en difficulté

---

*Yohan BONNET, membre A3E  
Directeur, Valuation & Business Modeling  
KPMG*

### Préambule :

L'évaluation d'entreprises en difficulté est complexe dans la mesure où toutes les méthodes d'évaluation ne sont pas adaptées et où la valeur de l'entreprise est extrêmement sensible aux hypothèses retenues.

En effet, un des éléments fondamentaux de l'évaluation d'entreprise réside dans l'appréciation de la situation et du contexte dans lequel les travaux d'évaluation sont menés.

Dans le cas d'entreprises en difficulté, l'évaluateur doit identifier l'origine des difficultés de la société à évaluer, analyser les perspectives de sortie de crise envisageables, mettre en œuvre les méthodes d'évaluation les plus adaptées pour apprécier la valeur de l'entreprise, et enfin réaliser des analyses de sensibilité aux différents paramètres ou scénarii.

### 1- Evolution des entreprises en difficulté et lien avec le contexte économique actuel

Le contexte économique actuel est particulièrement propice aux difficultés des entreprises.

Ces difficultés sont la conséquence de plusieurs facteurs qui fragilisent aujourd'hui les entreprises :

- La mise sous « perfusion » de l'économie et des entreprises de mars 2020 à fin 2021 ;
- Le recours massif aux PGE pendant la crise sanitaire ;
- La hausse importante du prix des matières premières sur 2020 et 2021 ;
- La hausse importante du coût de l'énergie sur 2022 et 2023 ;
- Un niveau d'inflation jamais constatée depuis des décennies (de 3% à fin 2021 à c. 6% entre mi 2022 à mi 2023) ;
- La hausse des taux d'intérêts.

De ce fait, une progression significative du nombre de défaillances d'entreprises<sup>1</sup> est observée depuis fin 2021.

Parmi les secteurs les plus fragilisés, on trouve notamment la restauration, le commerce (commerce et réparation de véhicules, habillement, supérettes et supermarchés...), les services aux particuliers (soins, coiffure...), le transport routier, et enfin la construction.

---

<sup>1</sup> Les défaillances d'entreprises intègrent les procédures de sauvegarde, RJ, LJ, à l'exclusion des procédures amiables (mandat ad hoc, conciliation)

Pour rappel, le nombre de procédures collectives annuelles en France depuis 2015 est le suivant :

- 2015 : 60 755
- 2016 : 59 515
- 2017 : 55 676
- 2018 : 54 665
- 2019 : 52 013
- 2020 : 32 621
- 2021 : 27 880
- 2022 : 40 868

A titre d'exemple, au deuxième trimestre 2023, le bilan était assez lourd avec des niveaux de défaillance au-delà des niveaux d'avant-crise :

- 13 266 défaillances d'entreprises au 2<sup>ème</sup> trimestre 2023 soit une hausse de 35% au 2<sup>ème</sup> trimestre 2022 ;
- Les défauts de PME et ETI sont au plus haut depuis 10 ans.

L'évolution du nombre d'ouvertures de procédures collectives entre 2022 et 2023 est la suivante :

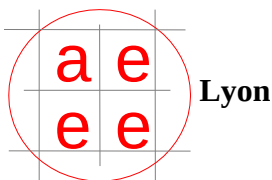
| Volume de procédures collectives par mois (2022-2023) | Sauvegarde   |              |              | Procédure de traitement de sortie de crise |           |              | Redressement judiciaire |               |              | Liquidation judiciaire directe |               |              | Total         |               |              |
|-------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------------------|-----------|--------------|-------------------------|---------------|--------------|--------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
|                                                       | 2022         | 2023         | Evolution    | 2022                                       | 2023      | Evolution    | 2022                    | 2023          | Evolution    | 2022                           | 2023          | Evolution    | 2022          | 2023          | Evolution    |
| Janvier                                               | 75           | 130          | 73,3%        | 6                                          | 14        | 133,3%       | 727                     | 1 141         | 56,9%        | 2 323                          | 3 354         | 44,4%        | 3 131         | 4 639         | 48,2%        |
| Février                                               | 78           | 98           | 25,6%        | 3                                          | 7         | 133,3%       | 745                     | 1 036         | 39,1%        | 2 258                          | 2 971         | 31,6%        | 3 084         | 4 112         | 33,3%        |
| Mars                                                  | 92           | 103          | 12,0%        | 5                                          | 7         | 40,0%        | 938                     | 1 349         | 43,8%        | 2 767                          | 3 730         | 34,8%        | 3 802         | 5 189         | 36,5%        |
| Avril                                                 | 115          | 134          | 16,5%        | 4                                          | 10        | 150,0%       | 791                     | 1 072         | 35,5%        | 2 200                          | 2 747         | 24,9%        | 3 110         | 3 963         | 27,4%        |
| Mai                                                   | 111          | 195          | 75,7%        | 5                                          | 12        | 140,0%       | 792                     | 1 271         | 60,5%        | 2 280                          | 2 927         | 28,4%        | 3 188         | 4 405         | 38,2%        |
| Juin                                                  | 105          | 144          | 37,1%        | 9                                          | 10        | 11,1%        | 991                     | 1 355         | 36,7%        | 2 564                          | 3 196         | 24,6%        | 3 669         | 4 705         | 28,2%        |
| <b>Total - S1</b>                                     | <b>576</b>   | <b>804</b>   | <b>39,6%</b> | <b>32</b>                                  | <b>60</b> | <b>87,5%</b> | <b>4 984</b>            | <b>7 224</b>  | <b>44,9%</b> | <b>14 392</b>                  | <b>18 925</b> | <b>31,5%</b> | <b>19 984</b> | <b>27 013</b> | <b>35,2%</b> |
| Juillet                                               | 130          | 146          | 12,3%        | 6                                          | -         | -            | 963                     | 1 258         | 30,6%        | 2 315                          | 2 862         | 23,6%        | 3 414         | 4 266         | 25,0%        |
| Août                                                  | 40           | 37           | -7,5%        | 2                                          | 1         | -            | 311                     | 401           | 28,9%        | 969                            | 1 257         | 29,7%        | 1 322         | 1 696         | 28,3%        |
| Septembre                                             | 99           | 125          | 26,3%        | 3                                          | -         | -            | 1 075                   | 1 395         | 29,8%        | 3 198                          | 3 525         | 10,2%        | 4 375         | 5 045         | 15,3%        |
| Octobre                                               | 109          | 29           | -            | 0                                          | -         | -            | 1 096                   | 382           | -            | 2 757                          | 791           | -            | 3 962         | 1 202         | -            |
| Novembre                                              | 160          | -            | -            | 10                                         | -         | -            | 1 182                   | -             | -            | 3 014                          | -             | -            | 4 366         | -             | -            |
| Décembre                                              | 107          | -            | -            | 2                                          | -         | -            | 943                     | -             | -            | 2 393                          | -             | -            | 3 445         | -             | -            |
| <b>Total - S2</b>                                     | <b>645</b>   | <b>337</b>   |              | <b>23</b>                                  | <b>1</b>  |              | <b>5 570</b>            | <b>3 436</b>  |              | <b>14 646</b>                  | <b>8 435</b>  |              | <b>20 884</b> | <b>12 209</b> |              |
| <b>Total - Annuel</b>                                 | <b>1 221</b> | <b>1 141</b> |              | <b>55</b>                                  | <b>61</b> |              | <b>10 554</b>           | <b>10 660</b> |              | <b>29 038</b>                  | <b>27 360</b> |              | <b>40 868</b> | <b>39 222</b> |              |

Source : Observatoire des Données Economiques du CNAJMJ – octobre 2023

Selon l'observatoire des Données Economiques du CNAJMJ<sup>2</sup>, « si l'évolution des prochains mois suit la tendance observée depuis le début d'année, le nombre de nouvelles procédures collectives devait retrouver à la fin 2023 les niveaux de 2018 et/ou 2019. »

On observait également à fin septembre 2023 une tendance haussière constatée depuis le début de l'année 2023 (+4%) du nombre d'ouvertures de procédures de prévention par rapport à septembre 2022.

<sup>2</sup> Conseil National des Administrateurs Judiciaire et Mandataires Judiciaires. Les administrateurs et mandataires judiciaires sont des experts indépendants dont le rôle défini par la loi est de défendre les intérêts de l'entreprise en difficulté pour la sauvegarde de l'emploi



Au 9 octobre 2023, plus de 155 000 emplois sont concernés par l'ouverture d'une procédure collective en 2023. L'écrasante majorité des entreprises concernées (93,7%) emploient moins de 10 salariés. 4 entreprises qui emploient plus de 1000 salariés sont entrées en redressement judiciaire au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, 4 au 2<sup>ème</sup> trimestre et 1 au 3<sup>ème</sup> trimestre.

## **2- Nature des difficultés et importance du diagnostic :**

Le diagnostic stratégique peut permettre à l'évaluateur d'identifier l'origine des difficultés qui peuvent être de plusieurs ordres :

- La perte d'un marché/client important ;
- Un problème de management ;
- Un problème de BFR (cette problématique ayant été rencontrée par de nombreuses sociétés post Covid avec des difficultés d'approvisionnement de produits fabriqués en Chine ou en lien avec le conflit Russie/Ukraine) ;
- Un mauvais choix stratégique (diversification, produits, virage technologique manqué...) ;
- Un litige (client/fournisseur) avec une conséquence financière significative ;
- Une croissance externe mal transformée (avec des acquisitions plus dilutives que relatives) ou une croissance organique non maîtrisée ;
- Un sinistre sur les locaux (incendie d'un site industriel) ou une cyber attaque (une problématique croissante dans une économie de plus en plus digitalisée) ;
- La perte de confiance de partenaires ;
- Un problème de gouvernance (conflit entre actionnaires, décès du dirigeant).
- Une perte de marge liée à la hausse des coûts / marges insuffisantes (les sociétés avec des coûts fixes importants et n'ayant pas su répercuter assez rapidement la hausse des prix des matières premières sur leur prix de vente ont été particulièrement impactés par ce problème) ;
- Un accroissement de la concurrence (pays à faible coût de main d'œuvre, nouveaux acteurs, guerre des prix, etc...) ;
- Une modification structurelle du marché dans lequel la société évolue (produits obsolètes, changement des profils de consommation, effets de mode, baisse de prix, marché mature ou en déclin, cycles économiques, morosité de la consommation) ;
- Des chocs exogènes tels que la hausse du coût du financement (notamment depuis la hausse des taux courant 2022), la fluctuation du coût des matières premières, les bulles spéculatives, l'impact d'une décision politique, etc...

Il existe toutefois un certain nombre de signaux qui peuvent alerter, signaux en lien avec la situation financière de l'entreprise :

- Des capitaux propres négatifs et / ou fonds de roulement très dégradé,
- Une augmentation considérable du besoin de fonds de roulement,
- Une dégradation des principaux indicateurs financiers,
- Une situation de trésorerie négative ou s'aggravant de telle sorte qu'elle nécessite des demandes de renouvellement ou des reports d'échéances de dettes ou conduit à l'impossibilité de régler les créanciers à l'échéance,
- L'impossibilité de renouveler à leur échéance les crédits indispensables ou d'obtenir des financements supplémentaires nécessaires,
- La recherche de sources de financement excessivement onéreuses,
- Un crédit fournisseur inférieur aux normes ou nul (paiement comptant),
- Une cessation des paiements d'un débiteur important,
- L'absorption d'une filiale en difficulté.

### **3- Difficultés pratiques dans la mise en œuvre des approches classiques d'évaluation et adaptations nécessaires :**

L'évaluation d'entreprises en difficulté nécessite pour l'évaluateur de comprendre en premier lieu quelle est la situation de la société, les objectifs des dirigeants, les différentes solutions envisageables.

Il sera également nécessaire pour l'évaluateur, bien que cela soit complexe, d'identifier les scénarii de redressement, le timing de chaque étape, et les probabilités de réalisation estimées, en tenant compte des besoins de financement du redressement (ex : restructurations, capex, etc.).

L'évaluation d'une société en difficulté nécessitera souvent d'évaluer spécifiquement certains actifs (immobilier, outils de production, ...), ce qui nécessite d'avoir une compétence spécifique.

Aussi, est-il capital de savoir si des acheteurs sont intéressés par la société, et si c'est le cas, d'identifier la nature des actifs qui font l'objet de leur intérêt : outils de production, locaux, marques, technologies (logiciels, procédés de fabrications), savoir-faire spécifique dont un client est dépendant, synergies, etc...

***Dans un deuxième temps***, il sera primordial pour l'évaluateur d'obtenir un Business Plan de retournement réaliste et partagé avec les parties prenantes (banquiers, conseils, administrateurs judiciaires, ...). Ce Business Plan pourra faire l'objet d'une analyse dans le cadre d'une IBR (*Independent Business Review*).

Ce Business Plan, établi par le management de la société et dont l'évaluateur doit challenger la construction et les hypothèses retenues, devra contenir des prévisions pluriannuelles d'exploitation (2 à 3 ans) mensualisées qui sont cohérentes avec l'historique, l'évolution du secteur d'activité, les capacités de production, les cycles d'investissement et l'historique.

Les prévisions effectuées doivent être documentées par des hypothèses en termes de volume d'activité, de prix, de carnet de commandes à date. Elles doivent par ailleurs être cohérentes d'une part en termes de taux de marge eu égard à l'historique et l'évolution potentielle des prix matières et capacités de répercussion, et d'autre part en termes de frais de structure et taux de marge d'EBITDA par rapport à l'historique et aux concurrents.

A noter que l'évaluateur doit le cas échéant appréhender les coûts de restructuration préalables ou de cessions d'actifs nécessaires au retournement. Ainsi, le business plan doit mettre en évidence clairement les différentes étapes du retournement (délai, risques associés, ...).

Toutes les approches d'évaluation ne sont pas nécessairement adaptées à l'évaluation d'entreprises en difficulté.

C'est le cas notamment des approches patrimoniales qui ne sont pas adaptées à l'évaluation d'entreprises en difficulté pour lesquelles un redressement est envisageable.

- **Actif Net Comptable** : l'Actif Net Comptable est une vision de la valeur des capitaux propres à la date de clôture de l'exercice comptable considéré et ne reflète pas les perspectives futures de la société en difficulté. Elle n'intègre ni les pertes potentielles futures et les besoins de financement, ni le possible redressement de la société. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société qui ne tient pas compte du potentiel réévaluation de certains actifs dont la juste valeur diffère de leur valeur comptable.
- **Actif Net Réévalué** : selon cette méthode, la valeur des capitaux propres de l'entreprise est calculée par addition des différents postes d'actifs réévalués minorés des engagements réévalués. Elle est usuellement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers. L'approche suppose d'être en mesure de revaloriser les actifs et passifs de la société. Pour l'utiliser dans le cas d'une entreprise en difficulté, l'évaluateur devra se poser la question de savoir s'il dispose de références pour tous les actifs et passifs. Cette approche est pertinente dans le cadre d'une approche liquidative (si le redressement de l'entreprise n'est pas possible), après prise en compte des coûts de liquidation, ou si le repreneur est principalement intéressé par certains actifs de l'entreprise (outils de fabrication, immobilier, brevet, etc..).

**La mise en œuvre des approches analogiques (multiples boursiers et multiples transactionnels) pose également des problèmes.** Pour le calcul des multiples, il conviendra de se poser la question du degré de comparabilité avec l'échantillon de sociétés comparables (cotées ou ayant fait l'objet d'une transaction), notamment concernant le niveau de croissance ou de rentabilité de ces sociétés par rapport à l'entreprise en difficulté. Par ailleurs, il conviendra de s'interroger sur le choix des agrégats et des années à retenir pour le calcul des multiples et de la valeur d'entreprise. En effet, l'EBITDA et l'EBIT sont difficilement applicables pour une entreprise en difficulté qui est souvent non rentable et le multiple de CA n'apparaît pas pertinent dans de nombreuses industries. *CF article de la lettre A3E n° 42 du T4 2023 sur l'utilisation des méthodes analogiques pour l'évaluation des entreprises en difficulté.*

Des agrégats d'EBITDA retraités ou prospectifs peuvent être utilisés mais avec précaution. Dans le cas où un EBITDA prospectif (positif de facto) est utilisé, l'évaluateur s'interrogera également sur l'horizon de retour à la « normale » du niveau d'activité et le niveau normatif de marge opérationnelle utilisé. Il conviendra de s'assurer notamment que les flux négatifs sur la période subséquente sont pris en compte dans la valeur d'entreprise.

Il existe également des problématiques spécifiques liées à l'endettement financier net à retenir à la date d'évaluation qui sont déjà intégrés dans la valeur d'entreprise à travers une approche par les flux (par exemple : des capex futurs significatifs et des restructurations, l'effet timing du redressement qui n'est pas pris en compte, etc.) mais qui ne le sont pas de manière automatique à travers une approche analogique.

***Les approches intrinsèques reposant sur les flux futurs (DCF) restent à notre sens les plus adaptées dans le cadre de l'évaluation d'entreprises en difficulté dont le redressement est envisageable.*** Il sera primordial pour l'évaluateur de s'assurer que le plan d'affaires intègre notamment des hypothèses de sortie de crise réalistes tout en tenant compte d'un risque d'échec.

En cas d'application de la méthode DCF sur la base de *Free Cash Flows to Firm* (flux de trésorerie disponibles à l'ensemble des apporteurs de capitaux i.e. actionnaires et créanciers), il conviendra pour l'évaluateur de redoubler de vigilance sur les éléments à prendre en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (endettement financier net) et notamment :

- L'activation des déficits reportables ;
- La trésorerie non-propritaire avec l'étalement des dettes sociales CCSF, le retard de paiement des dettes fournisseurs ;
- Le report des investissements ;
- La cession d'actifs non stratégiques ;
- Les coûts de restructuration et de licenciement ;
- Des litiges possiblement non provisionnés ;
- Un BFR qui peut être non normatif à la date d'évaluation ;
- La dette relative aux créances cédées au factor.

Un des éléments clés de l'évaluation d'entreprises en difficulté selon la méthode des DCF réside dans la détermination du taux d'actualisation et notamment le niveau de *gearing* à retenir et la prime de risque spécifique complémentaire à retenir pour une entreprise en difficulté.

#### **4- Mise en œuvre d'une méthode DCFE (*Free Cash Flow to Equity* ou Flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire) adaptée à la situation de l'entreprise en difficulté**

En complément de la mise en œuvre d'une approche DCFF « classique » (basée sur des *Free Cash Flows to Firm*) avec un CMPC unique sur la durée des prévisions et la soustraction à la valeur d'entreprise de l'endettement financier net à la date d'évaluation, l'évaluateur peut mettre en œuvre une approche DCFE (reposant sur des *Free Cash Flows to Equity* ou flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires) représentant une alternative apparaissant comme encore plus pertinente.

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres est issue de la somme (i) des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires actualisés sur un horizon de temps donné et, (ii) de la valeur terminale qui représente l'intégralité des flux de trésorerie au-delà de cet horizon (calculée par application de la formule de Gordon Shapiro).

Cette méthode d'évaluation (DCF) prend en compte la variation de l'endettement financier sur la durée du plan d'affaires et repose sur un taux d'actualisation (coût des fonds propres) évolutif en fonction du niveau d'endettement de la société et donc du risque supporté par l'actionnaire associé à ce niveau d'endettement (via la formule de Hamada qui permet d'évaluer le risque associé au levier financier). Elle est particulièrement applicable quand l'échéancier de remboursement de la dette financière est connu à la date d'évaluation.

La mise en œuvre de cette méthode nécessite de disposer en complément des prévisions usuelles d'exploitation, de Capex et de BFR qui sont établis lors de la construction d'un Business Plan, d'un bilan prévisionnel et de prévisions relatives au financement.

*Le facteur d'actualisation tient compte d'un coût des fonds propres (taux d'actualisation) évolutif et différencié selon les années et qui est décroissant du fait du désendettement de l'entreprise en difficulté jusqu'à atteindre le gearing cible (qui peut être déterminé sur la base d'un échantillon de société comparables).*

A noter que la valeur des fonds propres en fin de Business Plan résulte d'un calcul de valeur terminale sur la base du flux (*Free Cash Flow to Equity*) terminal. Par ailleurs, les valeurs de fonds propres à la fin de chaque année de prévisions découlent d'une déduction à la valeur des fonds propres de l'année précédente, actualisée sur l'année au taux d'actualisation estimé du flux de trésorerie disponible à l'actionnaire de l'année concernée.

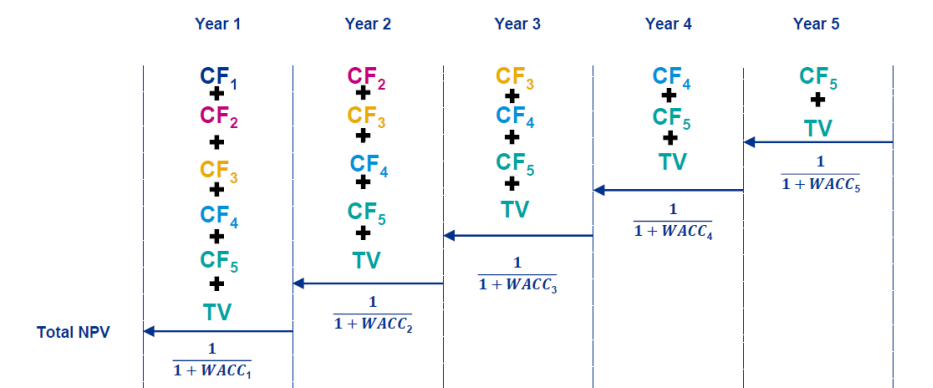
| Coûts des Fonds Propres Evolutif        | FY22         | FY23         | FY24         | FY25         | FY26         | FY27         | FY28         | FY29         | FY30         | Terminal     |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| k€                                      | Att.         | BP           | BP           | BP           | BP           | BP           | Ext.         | Ext.         | Ext.         | Value        |
| Dette nette (hors C/C)                  | 800          | 921          | 940          | 782          | 535          | 282          | 237          | 237          | 87           | 87           |
| Equity                                  | 806          | 883          | 1 055        | 1 249        | 1 463        | 1 696        | 1 955        | 1 988        | 1 964        | 1 829        |
| Gearing                                 | 124,9%       | 97,5%        | 88,2%        | 68,9%        | 45,0%        | 24,1%        | 13,3%        | 11,9%        | 8,2%         | 4,7%         |
| Net debt/(Net debt+Equity)              | 55,5%        | 49,4%        | 46,9%        | 40,8%        | 31,0%        | 19,4%        | 11,7%        | 10,7%        | 7,6%         | 4,5%         |
| Beta désendetté                         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         | 1,08         |
| Beta réendetté                          | 2,09         | 1,87         | 1,80         | 1,64         | 1,45         | 1,28         | 1,19         | 1,18         | 1,15         | 1,12         |
| Taux sans risque (Rf)                   | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         | 2,3%         |
| Prime de risque du marché actions (ERP) | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         | 6,9%         |
| Prime de taille                         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         | 4,8%         |
| <b>Coût des fonds propres</b>           | <b>21,6%</b> | <b>20,0%</b> | <b>19,5%</b> | <b>18,4%</b> | <b>17,1%</b> | <b>15,9%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,2%</b> | <b>15,0%</b> | <b>14,8%</b> |

Le coût des fonds propres en année terminale (14,8% dans le cas présent) est calculé de façon itérative dans la mesure où il est calculé sur la base d'un beta réendetté reposant sur un levier financier qui dépend lui-même de la valeur des fonds propres, cette valeur des fonds propres en année normative résultant de la formule de Gordon Shapiro nécessitant l'estimation du coût des fonds propres

La valeur terminale est calculée comme suit :  $Valeur\ terminale = FCFE / (CoE^3 - \text{taux de croissance à l'infini})$

<sup>3</sup> CoE (Cost of Equity) ou Coût des fonds propres

### Exemple de taux d'actualisation évolutif :



### Exemple de calcul de valeur des fonds propres via la méthode des DCFE :

La mise en œuvre de cette méthode repose sur l'idée que les flux de trésorerie, bien que positifs, ne seront pas disponibles aux actionnaires tant que l'endettement financier est en cours de remboursement.

Au bout de 5 ans (dans l'exemple présenté ci-dessous), l'endettement financier revient à un niveau normatif et les flux de trésorerie sont de nouveaux disponibles aux actionnaires. A noter que le flux normatif intègre une hypothèse de réinvestissement (une partie du résultat net n'étant pas disponible aux actionnaires) afin de conserver un actif net stable à l'horizon normatif.

| DCFE                                                          |                |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              |                   |
|---------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| k€                                                            | FY19<br>Actual | FY20<br>Actual | FY21<br>Actual | FY22<br>Att. | FY23<br>BP | FY24<br>BP | FY25<br>BP | FY26<br>BP | FY27<br>BP | FY28<br>Ext. | FY29<br>Ext. | FY30<br>Ext. | Terminal<br>Value |
| Résultat net                                                  | (438)          | (744)          | (297)          | (58)         | (45)       | 223        | 252        | 272        | 292        | 300          | 305          | 311          | 316               |
| % du CA                                                       | (9,9)%         | (17,6)%        | (6,6)%         | (1,2)%       | (0,7)%     | 3,6%       | 3,9%       | 4,1%       | 4,2%       | 4,3%         | 4,3%         | 4,3%         | 4,3%              |
| (+) D&A                                                       | 34             | 32             | 162            | 166          | 160        | 154        | 154        | 154        | 154        | 152          | 155          | 157          | 160               |
| Investissement bruts                                          | (274)          | (429)          | (481)          | (103)        | (150)      | (150)      | (150)      | (150)      | (150)      |              |              |              |                   |
| Production immobilisée                                        | (271)          | (383)          | (237)          | (80)         | -          | -          | -          | -          | -          |              |              |              |                   |
| Produit de cession des immobilisations                        | -              | 10             | 0              | 402          | -          | -          | -          | -          | -          |              |              |              |                   |
| (-) Capex                                                     | (545)          | (802)          | (718)          | 219          | (150)      | (150)      | (150)      | (150)      | (150)      | (152)        | (155)        | (157)        | (160)             |
| % du CA                                                       | (12,3)%        | (19,0)%        | (16,0)%        | 4,4%         | (2,5)%     | (2,4)%     | (2,3)%     | (2,2)%     | (2,2)%     | (2,2)%       | (2,2)%       | (2,2)%       | (2,2)%            |
| BFR                                                           | 773            | 1 101          | 1 275          | 1 075        | 1 161      | 1 407      | 1 504      | 1 534      | 1 578      | 1 602        | 1 627        | 1 653        | 1 678             |
| % du CA                                                       | 17,4%          | 26,1%          | 28,5%          | 21,8%        | 19,4%      | 22,6%      | 23,2%      | 23,0%      | 22,9%      | 22,9%        | 22,9%        | 22,9%        | 22,9%             |
| (-) / (+) Variation de BFR                                    |                |                |                |              | (87)       | (246)      | (97)       | (30)       | (44)       | (25)         | (25)         | (25)         | (26)              |
| (-) / (+) Variation de l'endettement financier (hors CC)      |                |                |                |              | 121        | 19         | (158)      | (247)      | (253)      | -            | -            | -            | -                 |
| (-) Variation des PRC et engag. de retraite non prov.         |                |                |                |              | -          | -          | -          | -          | -          | (45)         |              | (151)        | -                 |
| (-) Résultat net non disponible aux actionnaires              |                |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              | (47)              |
| % du résultat net                                             |                |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              | (15,0)%           |
| <b>FCFE - Flux de trésorerie disponibles aux actionnaires</b> |                |                |                |              | <b>(0)</b> | <b>(0)</b> | <b>0</b>   | <b>(0)</b> | <b>(0)</b> | <b>230</b>   | <b>280</b>   | <b>135</b>   | <b>243</b>        |
| croissance %                                                  |                |                |                |              | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | n/a          | 21,7%        | (52,0)%      | n/a               |
| % du CA                                                       |                |                |                |              | (0,0)%     | (0,0)%     | 0,0%       | (0,0)%     | (0,0)%     | 3,3%         | 3,9%         | 1,9%         | 3,3%              |
| Valeur terminale                                              |                |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              | 1 829             |
| PER                                                           |                |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              | 5,8x              |
| Période partielle                                             |                |                |                |              | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 100%         | 100%         | 100%         |                   |
| Période d'actualisation                                       |                |                |                |              | 0,5        | 1,5        | 2,5        | 3,5        | 4,5        | 5,5          | 6,5          | 7,5          | 7,5               |
| Facteur d'actualisation                                       |                |                |                |              | 0,91       | 0,76       | 0,64       | 0,55       | 0,48       | 0,41         | 0,36         | 0,31         | 0,31              |
| <b>FCFE actualisés</b>                                        |                |                |                |              | <b>(0)</b> | <b>(0)</b> | <b>0</b>   | <b>(0)</b> | <b>(0)</b> | <b>95</b>    | <b>100</b>   | <b>42</b>    |                   |
| <b>VT actualisée</b>                                          |                |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              | <b>569</b>        |
| Valeur actuelle des FCFE actualisés                           | 237            |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              |                   |
| VT actualisée                                                 | 569            |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              |                   |
| <b>Valeur des fonds propres</b>                               | <b>806</b>     |                |                |              |            |            |            |            |            |              |              |              |                   |

---

## **PME, comment faire des enjeux ESG d'aujourd'hui une opportunité pour demain ? Quel intérêt de réaliser un diagnostic flash, notamment pour une évaluation ?**

---

*Aurore DAMIANI  
Associée Advolis Orfis*

### **1- Un environnement règlementaire autour des enjeux de durabilité de plus en plus exigeant**

Le contexte règlementaire visant à encadrer la publication des rapports extra financiers continue de se complexifier.

Environ 3800<sup>4</sup> entreprises françaises doivent actuellement publier une déclaration de performance extra-financière (DPEF) selon le Ministère de la transition écologique et de la cohésion des territoires mais ce rapport n'était pas normé et les informations non suffisamment homogènes selon la commission européenne.

Ainsi, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, la « Corporate Sustainability Reporting Directive » (« CSRD ») viendra progressivement remplacer la DPEF et visera à communiquer davantage d'informations sur les 3 thématiques ESG : Environnement, Social et Gouvernance.

***L'apport de la CSRD réside dans le périmètre couvert, qui s'étend sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'entreprise et dans la nécessité de procéder à une analyse de double matérialité (matérialité d'impact et matérialité financière).***

Les entreprises s'intéressent désormais à leur impact environnemental et social depuis la chaîne amont incluant les conditions d'extractions des matières premières (conditions de travail, pollution etc.) jusqu'à la fin de vie de leurs produits (réutilisation, déchet etc.).

Ce rapport vise à renforcer la transparence des entreprises dans leur transition vers une économie plus durable. D'application obligatoire pour des sociétés dépassant une certaine taille, on pourrait penser que cette nouvelle réglementation ne concerne pas les PME qui sont sous ces seuils.

### **2- Un impact progressif indirect sur l'ensemble des entreprises**

Toute entreprise fait elle-même partie de la chaîne de valeur d'une autre. En conséquence, même si une PME n'est pas directement touchée par la CSRD aujourd'hui, au sens où elle n'a pas d'exigence de publication, elle sera très probablement rapidement indirectement concernée.

En effet, même si la CSRD n'est pas une « obligation de faire » mais simplement une « obligation de dire », les grandes entreprises commencent à structurer des politiques et stratégie ESG pour tendre vers une économie durable.

---

<sup>4</sup> <https://www.ecologie.gouv.fr/rapportage-extra-financier-des-entreprises>

Citons à titre illustratif, les actions en faveur du changement climatique qui nécessitent de réfléchir et mettre en œuvre une politique d'achats responsables.

On comprend vite qu'une entreprise de transport par exemple, devra donc être en mesure de fournir des informations à son client grande entreprise en réponse à la CSRD, et devra très rapidement démontrer des actions responsables pour pouvoir continuer à être référencé. Cet effet domino va s'accroître dans les mois et années qui arrivent.

### **3- Diagnostic ESG flash : une ouverture sur des opportunités**

Aujourd'hui, il nous apparaît essentiel, pour toute entreprise, de raisonner au-delà de son périmètre et de ses propres activités pour connaître la résilience de son modèle d'affaires.

Nous avons développé au cabinet une approche « Diagnostic ESG flash » spécialement conçue pour les PME et basée sur la structure et les exigences de la CSRD permettant ainsi d'évaluer la maturité d'une entreprise au regard des thématiques ESG.

Nous analysons le modèle d'affaires sous un angle ESG et identifions ainsi les limites de l'activité actuelle (ratification de matières, difficultés d'approvisionnement) et les opportunités qui s'offrent (attentes des parties prenantes). Les conclusions formulées permettent d'identifier les différents leviers d'amélioration pour l'entreprise.

### **4- Pourquoi procéder à un diagnostic flash ESG ?**

Dans le contexte d'une cession, de la recherche d'un financement externe ou d'une réflexion sur son modèle d'affaires, ce diagnostic permet d'évaluer le niveau de maturité de l'entreprise afin d'identifier des risques et des opportunités à prendre en compte. Il peut servir à corroborer un business plan ou au contraire révéler des faiblesses ou opportunités dans le modèle d'affaires actuel.

Il peut également constituer un premier bilan afin de préparer la mise en place du rapport de durabilité (CSRD). Enfin, il peut également être utilisé dans le cadre d'une démarche d'amélioration continue afin d'identifier des leviers d'opportunités pour développer une activité durable, et ainsi contribuer à améliorer son rôle d'entreprise responsable.

***Ce diagnostic, au-delà des obligations réglementaires, sera donc très utile pour l'entreprise pour définir sa stratégie, dans sa relation avec des tiers (ex : banquiers, clients, fournisseurs, ...), mais également en support d'une évaluation, notamment pour l'analyse des forces / faiblesses, et opportunités / menaces.***

### **5- Quel intérêt le diagnostic flash ESG peut-il apporter à une évaluation ?**

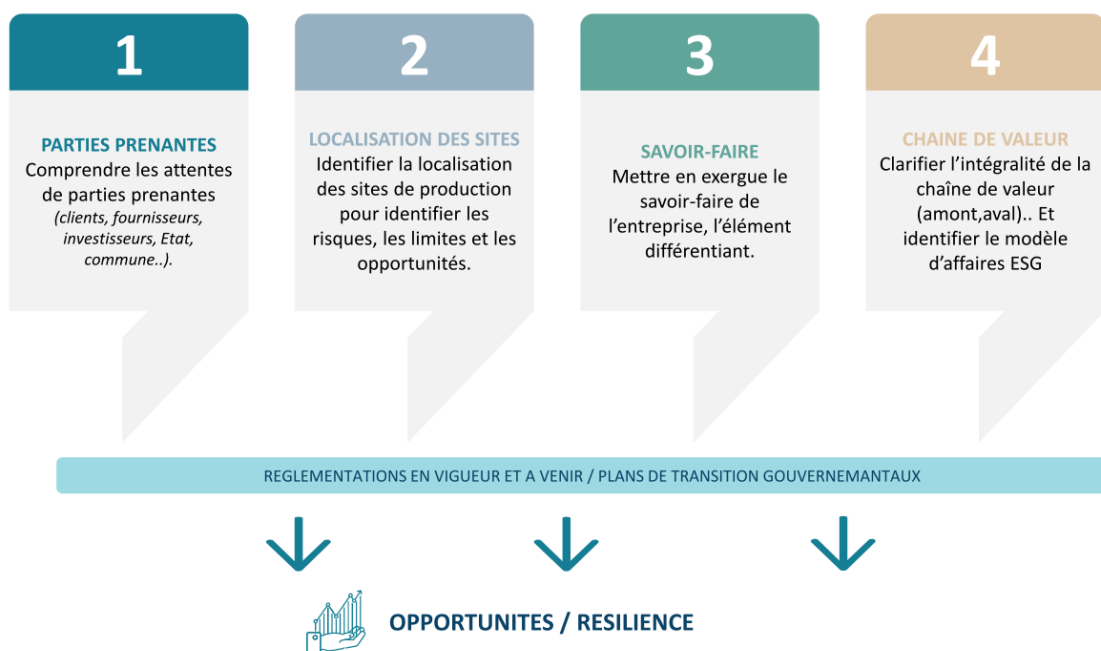
Comme indiqué dans une précédente lettre A3E, les méthodes d'évaluation n'ont pas été adaptées à ce jour pour intégrer la dimension ESG, même s'il existe de nombreux groupes de réflexions, en France ou à l'étranger qui réfléchissent depuis un certain temps sur le sujet.

En revanche, il existe un consensus des évaluateurs pour considérer qu'il est nécessaire d'intégrer dans la phase diagnostic de leurs missions un état des lieux de la réflexion de la société sur la dimension ESG.

A ce jour, les PME sont moins équipées que les grands groupes pour réaliser une analyse ESG pour différentes raisons (coûts, compétences, accès aux données comparables sectorielles, ...). Pour autant, le principe du diagnostic flash RSE nous paraît tout à fait adapté aux PME et répond aux objectifs clés de la phase diagnostic d'une évaluation, notamment en termes de stratégie, de position, concurrentielle, d'analyse swot (forces / faiblesses, opportunités / menaces), ou d'enjeux pour l'établissement des prévisions.

La problématique est souvent liée au fait que de nombreux évaluateurs, a fortiori ceux qui évaluent les PME, n'ont pas l'expérience ni l'expertise suffisante (notamment en termes de formation), pour intégrer dans leur mission une composante ESG. Inciter l'entreprise à réaliser un diagnostic flash avec une portée plus large que la mission d'évaluation, présente donc un double intérêt évident, à la fois pour la société et l'évaluateur.

#### DIAGNOSTIC ESG FLASH : UNE OUVERTURE SUR DES OPPORTUNITES



---

**Cahier : l'évaluation des entreprises en difficulté**  
**Questions diverses (méthodes, taux, rapport, pilotage de la valeur)**

---

*Christophe VELUT*  
*Associé Advolis Orfis, Président A3E*

Nous allons aborder dans cet article différentes questions relatives aux évaluations d'entreprises en difficulté qui nous sont fréquemment posées.

Les développements qui précèdent concernent l'évaluation d'une société qui n'est pas rentrée dans des procédures collectives telles que la procédure de sauvegarde, le redressement judiciaire ou la liquidation judiciaire.

**1- Est-il nécessaire de réaliser un diagnostic approfondi préalablement à l'évaluation d'une entreprise en difficulté ?**

Nous confirmons qu'un diagnostic préalable est indispensable, car la terminologie d'entreprises en difficulté recouvre en réalité des situations très différentes : exemple : incendie du principal site de production, cyber attaque, perte du principal client, opération de croissance externe, crise sanitaire majeure, diversification (activité, géographique) ratée, explosion non anticipée / maîtrisée des frais de structure, chute des prix de vente face à une concurrence nouvelle.

Différentes questions essentielles seront à appréhender dans le cadre d'un diagnostic, telles que :

- l'entreprise est-elle résiliente ?
- quel sera le délai pour revenir à des flux nets positifs / une « vitesse de croisière »,
- l'entreprise a-t-elle une gouvernance permettant de faire face à cette crise financière (accord des membres de la gouvernance, ...) / gérer le plan de redressement, et des actionnaires en capacité de la soutenir ?
- la gouvernance a-t-elle toujours la confiance et l'appui indispensables au redressement, en interne (fidéliser les hommes clés,...) et en externe (banquiers, clients, fournisseurs, ...),
- le business model de l'entreprise et ses fondamentaux restent-ils toujours solides ?
- l'entreprise a-t-elle des perspectives de croissance, une fois passée la tourmente ?
- l'entreprise a-t-elle des marges de manœuvre (ex : plan de restructuration pour réduire le point mort, actifs non nécessaires à l'exploitation) ?
- l'entreprise a-t-elle des outils de pilotage adaptés, notamment de la trésorerie nette, dans un contexte où la fonction de contrôle de gestion / contrôle financier seront essentielles, avec des horizons de temps exigés par les tiers pour les reportings beaucoup plus courts ?

Compte tenu de l'importance, nous développerons plus cette phase dans la prochaine lettre A3E.

## 2- De l'utilisation prudente des méthodes complexes intégrant de nombreux scenarii :

La question nous est régulièrement posée de savoir s'il serait pertinent d'utiliser la Monte Carlo pour évaluer une entreprise en difficulté, avec la prise en compte de nombreux scenarii alternatifs.

Il est important de rappeler que la situation de l'entreprise en difficulté est très différente de celle des start-up, sauf cas exceptionnels, avec un « passif » lié à la situation financière plus lourd à gérer, des alternatives stratégiques moins nombreuses, des enjeux en termes de timing / financements encore plus forts, et des espérances de pertes généralement plus fortes que les espérances de gains.

Plus la situation est complexe, et plus la justification de la construction de la valeur doit être compréhensible pour l'écosystème de la société, que cela soit l'écosystème interne (actionnaires, salariés, ...) et l'écosystème externe (banquiers, ...).

Pour ces raisons, nous pensons que la méthode de Monte Carlo (ou une autre méthode optionnelle) n'est pas pertinente pour évaluer une entreprise en difficulté. En effet, même si le risque de défaut est important, voire très important, il est essentiel d'avoir un Business plan cible (et 1 ou S scenarii alternatifs limités), qui fasse l'objet d'un certain consensus entre la société, ses conseils, et les partenaires financiers qui ont un rôle essentiel dans le soutien financier de la société. La confiance et la transparence jouent en effet un rôle important dans la réussite d'un plan de redressement.

*La méthode des DCF sera généralement utilisée pour l'évaluation d'une entreprise en difficulté (avec des perspectives de redressement non nulles), car elle permet d'illustrer les enjeux de la période de retournement en termes de rentabilité (EBITDA), BFR et CAPEX.*

Comme indiqué ci-dessus, le diagnostic jouera un rôle essentiel sur l'analyse de la situation et des perspectives de redressement. Une des questions clés est de savoir si le problème est essentiellement un problème de Vcp (valeur des capitaux propres), liée à un niveau d'endettement financier très tendu, ou s'il existe également un problème de VE (valeur d'entreprise générée par l'exploitation).

En effet la situation est très différente entre :

- *la société en difficulté qui a subi une « erreur de parcours », mais est présente sur un secteur dynamique, a réussi à préserver ses fondamentaux, la confiance des salariés et des partenaires financiers. Il existe dans ce cas toujours une valeur d'entreprise, et il sera généralement possible de construire un BP de retournement, qui sera souvent plus un BP de consolidation de la situation financière,*
- *et la société en difficulté située sur un secteur en déclin, avec un business model à réinventer (ex : rupture technologique ; offre non compétitive au regard d'une concurrence étrangère, ...), avec des enjeux (et un risque élevé) de financer cette réorientation stratégique. Rappelons que le fait d'être en difficulté est en soi « un passif » lourd à gérer, ..., même si la société a vécu l'essentiel de sa vie en situation financière très positive. Dans ce cas, la question de la valeur d'entreprise devient cruciale.*

La réalité sera souvent intermédiaire entre ces 2 situations.

Rappelons que quel que soit le contexte, la valeur d'une entreprise sera plus élevée s'il existe des acquéreurs potentiels.

### **3- Ne devrait-on pas retenir un taux d'actualisation faible les années du BP pour lesquels les flux sont très négatifs, et des taux élevés les années où les flux redeviendront positifs ?**

Comme indiqué ci-dessus, la logique à retenir sera très différente en fonction de la situation et des causes à l'origine des difficultés.

Rappelons que pour évaluer une entreprise en difficulté par la méthode des DCF :

- le risque doit être traduit en 1<sup>er</sup> lieu dans le business plan et ensuite dans les paramètres actuariels, et notamment le taux d'actualisation,
- une approche de valorisation n'a de sens que si l'évaluation du BP repose sur un ou plusieurs scénarii considérés comme réalistes, dont la probabilité de réalisation dépasse largement des 50%. En présence d'incertitudes trop élevées, il sera difficile de conclure sur une valeur ou une fourchette de valeurs,
- il existe un risque de doublons de prise en compte de certains risques à la fois dans les prévisions et le taux, notamment si le wacc intègre un bêta lié à un secteur lui-même en difficulté.

On pourrait être tenté de retenir un taux d'actualisation très bas (ex : taux sans risques) pour les années du BP extériorisant des flux négatifs, afin de ne pas trop « décoter » ces flux négatifs. En effet, les taux construits sur la base de données de marché s'appliquent mal à des flux négatifs. Si le taux reflète l'aléa sur les flux futurs, on pourrait considérer en 1<sup>ère</sup> lecture que l'aléa est de moins grande ampleur lorsque la société anticipe des pertes ; le facteur de réduction de ces pertes futures ressemblerait ainsi davantage à la dépréciation de l'argent dans le temps : générer des pertes demain serait ainsi « moins grave » qu'en générer aujourd'hui, compte tenu de l'inflation.

Pour moi, et la position est partagée par de nombreux évaluateurs, notamment universitaires, une telle approche présumée être « prudente » introduirait un biais dans la méthode des DCF, pour laquelle le risque (et donc les aléas) s'apprécie sur l'horizon explicite retenu (sauf cas exceptionnels de justification économique d'un aléa très faible les années de flux négatifs, ...). L'horizon explicite doit intégrer, au-delà des premières années qui sont souvent déficitaires, voire très déficitaires (coûts de restructurations, BFR qui reste tendu, notamment au niveau des délais fournisseurs, rattrapage de CAPEX différés, ...), plusieurs années de flux nets positifs, convergeant vers une « vitesse de croisière réaliste » qui servira de base au calcul de la valeur terminale. Il est donc souvent souhaitable de retenir un horizon explicite supérieur à 5 ans.

Il est important de rappeler que l'utilisation de la méthode des DCF suppose de disposer d'un BP s'appuyant sur un plan de continuation considéré comme réaliste (« validé » par les banquiers, par l'organe de direction, attesté par un cabinet externe), avec généralement des procédures de suivi du respect des prévisions très rigoureuses et encadrées (ex : suivi détaillé trimestriel, ...), notamment au niveau de la trésorerie nette et des besoins de financement de la continuation.

Ainsi, les évaluations d'entreprises en difficulté pourront être réalisées avec des taux d'actualisation élevés, proches de ceux que l'on retrouve dans les start-ups (cad compris entre 15% et 25%), notamment l'année de mise en place du fonds dans un contexte de levée urgente de financements. Ce taux intégrera le risque d'échec du / des scénarii utilisés, dépendra de la « probabilisation » du / des scénarii identifiés. Le taux pourra ainsi être différent selon les scénarii pris en compte pour l'évaluation.

En revanche, le risque pourra être généralement traduit dans la valeur terminale, par la prise en compte d'un taux d'actualisation plus élevé, et /ou d'un taux de croissance à l'infini plus élevé.

**4- Les taux d'actualisation des entreprises en difficulté très endettées ne devraient-il pas être minorés par rapport aux entreprises peu endettées, du fait du poids plus élevé de la dette rémunérée à des taux plus faibles que le coût des fonds propres.**

Non, et pour plusieurs raisons :

- les taux proposés par les banques aux entreprises en difficulté et/ou les financiers (que cela soit dans le cadre d'emprunts « secs » ou d'obligations convertibles, sont généralement 2 à 3 fois supérieurs aux taux des entreprises présentant un risque financier normal. Cet écart peut être traduit de différentes manières : dans le taux d'intérêt lui-même, par le biais d'une prime de non-conversion, de frais élevés de mise en place des emprunts, ...
- dans une entreprise en difficulté, la logique de certains financiers, notamment s'ils sont déjà actionnaires, converge vers le coût des fonds propres,
- le calcul du taux d'actualisation dans un 1<sup>er</sup> temps intègre la pondération entre le coût des fonds propres et le coût net de l'endettement ; dans un 2<sup>ème</sup> temps, la prime de risques spécifique retenue intègre différemment paramètres, dont le risque lié à un niveau d'endettement excessif,

Le taux d'actualisation pourra également intégrer du point de vue des financiers qui envisagent d'entrer dans le capital de la société, des facteurs autres, qui traduisent en fait le pouvoir de négociation réelle de l'entreprise en difficulté. Ces facteurs peuvent jouer à la baisse ou à la hausse, en fonction des « alternatives » en termes de financement, de la possibilité de rentrée dans le capital de partenaires financiers ou industriels, des possibilités de synergies, de la qualité de l'outil industriel, du savoir-faire, ....

On peut rappeler que cette logique a été largement développée à la fin des années 50 et début des années 60 par Modigliani/Miller avec les courbes en U ou J représentant l'évolution du WACC en fonction du niveau de gearing.

**5- De l'intérêt d'une approche prospective sur l'évaluation de la valeur.**

Il existe souvent un risque de doublon difficile à éviter entre les risques pris en compte dans les prévisions et ceux intégrés dans le calcul des taux d'actualisation, ..., notamment l'année de validation d'un plan de continuation mettant en évidence la nécessité de lever rapidement de nouveaux fonds.

En revanche, la réalisation du plan de continuation conformément aux prévisions va généralement se traduire par une baisse du risque (parfois significative si l'entreprise a pu lever des fonds permettant de financer les pertes antérieures ET la croissance).

Il est toujours intéressant, notamment pour les dirigeants et actionnaires de l'entreprise en difficulté, d'anticiper cette création de valeur, avec un effet de levier double (baisse des taux et amélioration des flux nets). Cela pourra notamment aider les dirigeants à identifier d'une part la croissance de valeur du ou des scénarii identifiés, et à les aider dans les arbitrages dans les solutions de financement entre fonds propres, emprunts ou titres hybrides.

## 6- L'importance de la conclusion d'un rapport d'évaluation d'une entreprise en difficulté

En préalable, il est important de rappeler que :

- pour conclure sur une valorisation, il faut pouvoir s'appuyer sur un plan de continuation validé par la direction, partagé et considéré comme réaliste, **en interne** (dirigeants, actionnaires), **et en externe** (banquiers, financiers, le cas échéant, clients et fournisseurs). Sans ce préalable, il sera généralement difficile de conclure sur une valeur,
- il est très utile que le BP soit préalablement attesté par un tiers, ce qui est souvent un préalable demandé par les partenaires financiers.

La conclusion d'un rapport d'évaluation est essentielle. Elle doit reprendre notamment :

- les éléments considérés comme essentiels à la réalisation du plan de continuation (en termes d'événements ou de délais),
- les étapes clés, notamment en cas de phases de go no go, notamment l'année de retour à un flux net positif, ..., et donc la justification de la durée retenue pour l'horizon explicite,
- l'articulation du risque entre les prévisions et le taux d'actualisation retenu,
- la fourchette d'évaluation en cas d'identification de plusieurs scénarii considérés comme à la fois réalistes et probables. La taille de la fourchette sera une des expressions du risque ; elle sera souvent plus large que pour l'évaluation d'une entreprise en bonne santé,
- des éléments de cohérence (ex : valeur patrimoniale, notamment pour les entreprises industrielles capitalistiques).