

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Petit retour sur les
décotes de taille
Page 10
- Les 10 enjeux d'un
diagnostic d'une société
en difficulté.
Page 13
- Réflexion sur la
détermination du GW à
partir de la rente abrégée
Page 16
- Focus : particularité d'une
évaluation réalisée en
cours d'année
Page 19

Lettre trimestrielle n°44 – 2^{ème} trimestre 2024

Edito du Président :

Le milieu de l'année 2024 est marqué par des événements sportifs qui ont engendré une ferveur populaire rarement connue des Français, et des autres pays (jeux olympiques, coupe d'Europe de football). Cela a permis d'oublier les événements qui nous ont fortement perturbé en fin de semestre, et notamment la décision de dissolution de l'Assemblée nationale, qui a surpris tout le monde, tant en France qu'à l'étranger.

Sur le plan macro-économique, au-delà des tensions géopolitiques qui se sont dégradées une nouvelle fois au Moyen-Orient, il existe un triangle d'inquiétude, à défaut de triangle des Bermudes, qui retient toute l'attention des marchés :

- le risque de récession aux Etats-Unis, dans un contexte de ralentissement constaté et d'augmentation du taux de chômage, notamment sur les salariés « permanents »,
- les inquiétudes des marchés sur le business model des acteurs de l'IA, avec notamment une question sur les retours sur investissements « pharaoniques » (cf article ci-après),
- la crise de liquidité au Japon, avec la décision de la Banque Centrale du pays d'arrêter d'injecter massivement des liquidités et d'augmenter ses taux, en contre courant des autres Banques Centrales, avec des conséquences directes sur certains pays (ex : baisse du real brésilien).

Cet environnement incertain se traduit de différentes manières : forte volatilité des marchés boursiers, baisse des marchés sur T2 2024 (après une hausse sur T1), augmentation des marges de crédit sur les emprunts, réduction des parts des emprunts in fine dans les montages, baisse des multiples de transaction, augmentation des défaillances.

Dans ce contexte, la résilience et la flexibilité des entreprises, la pertinence et la flexibilité des business models, la qualité du management ou encore la gestion du cash restent des éléments clés.

Dans ce contexte qui reste très particuliers, chaque année apportant son lot de « surprises » à laquelle on ne s'attendait pas, nous continuons dans cette lettre la série d'articles sur le sujet de l'évaluation des entreprises en difficulté, et introduisant une réflexion sur les primes et décotes.

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 prévu d'organiser fin 2023 / début 2024 la dernière conférence du cycle évaluation et innovation, sur le thème des fintechs.

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

A3E a participé sur le 1er semestre 2024 avec d'autres associations à l'établissement de 7 notes techniques, qui ont été 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'ensemble des notes techniques ont été transmises et présentées à Bercy. Les 2 dernières notes ont porté sur la combinaison de méthodes et les primes et décotes.

L'administration fiscale devrait faire un retour sur ces notes d'ici la fin d'année 2024.

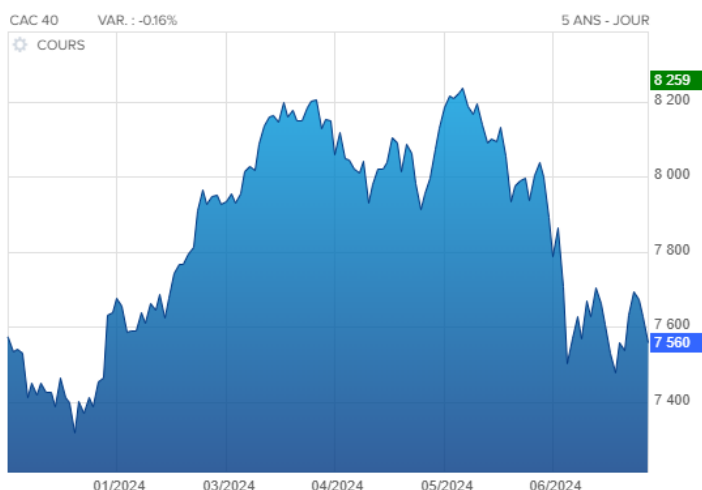
Pour mémoire, l'association a contribué directement à la rédaction de la note 2 sur les approches directes et indirectes de l'évaluation des entreprises, et à celle de la note 4 sur les actifs incorporels (dans laquelle nous abordons notamment la méthode de la rente du goodwill, qui fait l'objet de nombreux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

➤ Autres projets.

A3E va diffuser en septembre un questionnaire sur la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation auprès de ses membres. Une synthèse des réponses sera publiée dans la lettre du T4 2024.

INFO NEWS (suite)

Une évolution des cours en forme de bosse / une forte volatilité sur le semestre, avec un retour fin juin 2024 aux niveaux de fin 2023 :



Source : boursorama.com

Après un rebond de l'indice boursier au 1er trimestre 2024 (+10,15%) et un record historique à 8206 points, le second trimestre 2024 met en évidence une baisse de l'indice boursier des entreprises du CAC 40. En effet, entre début avril 2024 et fin juin 2024, l'indice CAC 40 est passé de 8 130 à 7 479 points, soit une baisse de 8% en trois mois.

Le CAC 40 a essentiellement baissé en juin 2024, marqué notamment par les incertitudes liées à la convocation d'élections législatives anticipées en France. Malgré le fait que les chiffres officiels de l'emploi aux Etats-Unis, en juin 2024, confortent la Bourse dans ses espoirs de voir la Fed baisser ses taux en septembre prochain, les investisseurs ne sont pas rassurés de voir l'économie américaine ralentir. Au 30 juin 2024, le marché retrouve son niveau de début d'année en passant ainsi de 7531 points au 02 janvier 2024 à 7480 points au 28 juin 2024, soit une baisse d'environ 1% en six mois.

Le tableau ci-dessous met en évidence une évolution des indices boursiers en baisse pour la majorité des places boursières au 28 juin 2024, à l'exception du S&P 500 et du FTSE 100 (moyennes de variations quotidiennes).

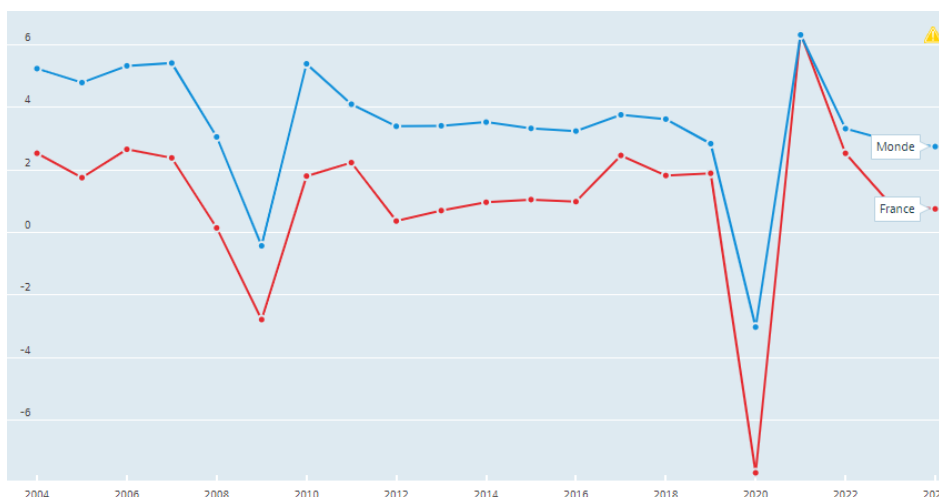
Places boursières	Evolution des indices boursiers du 2 avril au 28 juin 2024	Rappel des évolutions des indices au 1er trimestre 2024
S&P 500	+3,92%	+10,79%
France - CAC40	-8,00%	+8,96%
Allemagne - DAX	-0,31%	+10,35%
Espagne - Ibex 35	-0,40%	+8,86%
Angleterre - FTSE 100	+2,89%	+2,99%
Italie - FTSE MIB	-3,41%	+13,84%

INFO NEWS (suite)

Une croissance du PIB, ..., mais qui reste à suivre :

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 France voit ses prévisions de croissance en hausse. Début mai 2024, l'OCDE a légèrement relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'année 2024, passant ainsi à 0,7% contre 0,6% en février. Une nouvelle prévision qui intervient alors qu'au premier trimestre 2024, le PIB de la France a progressé de 0,2%, soutenu par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, selon l'Insee.

Les mesures de soutien budgétaire adoptées pour protéger les ménages et les entreprises face à la hausse des prix de l'énergie sont progressivement supprimées. En début d'année, l'Etat a d'ailleurs annulé 10 milliards d'euros de crédits dans des domaines allant de l'écologie à l'aide au développement, en passant par l'enseignement supérieur. Bercy a ensuite annoncé la recherche de 10 milliards d'euros d'économies supplémentaires. Malgré les réductions de dépenses annoncées, le déficit budgétaire restera plus fort que prévu à 5,5% du PIB pour l'année 2023, et la France reste dans le collimateur de l'Union Européenne.

Après une croissance du PIB de 0,9% en 2023 puis 0,7% cette année, un record est attendu en 2025 à 1,3% (avant impact du ralentissement de certaines économies, et incertitudes électorales dans différents pays). Cette position est quasi identique à celle de l'Italie où le PIB devrait croître de 0,7% en 2024 et de 1,2% en 2025, mais plus élevée qu'en Allemagne avec une croissance estimée à 0,2% en 2024 et 1,1% en 2025.

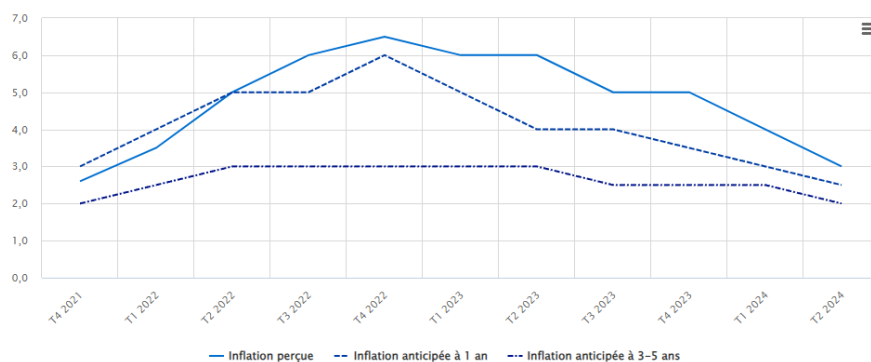
L'OCDE alerte cependant sur plusieurs risques dont le poids de la dette publique française, à près de 111% du PIB à la fin de l'année 2023. Elle met aussi en avant la résurgence des tensions géopolitiques qui constituent un risque pour l'économie à court terme.

INFO NEWS (suite)

Taux d'inflation : un recul important sur le deuxième trimestre 2024

La courbe ci-après met en évidence l'évolution des anticipations d'inflation entre le T4 2021 et le T2 2024 (source : Banque de France).

Graphique 1: Évolution de la perception et des anticipations d'inflation (médianes en %)



L'inflation a reculé de près de moitié au deuxième trimestre 2024, comparativement au premier trimestre 2024. Elle s'établit ainsi à +0,7% entre mars et juin 2024, contre +1,2% au trimestre précédent selon le Haut-Commissariat au Plan. Ce repli est attribué, entre autres, à une baisse de 0,5% des prix des produits alimentaires tandis que les prix des produits non alimentaires ont enregistré une hausse de 1,5%.

En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix contrôlés par l'Etat et les produits volatils, elle a également diminué en passant de +2,5% à +2,2%, soit une baisse de 0,3 point. La réduction des prix des produits alimentaires frais comme les fruits et légumes a été un facteur clé en contribuant à un recul de -0,8 point.

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.

Pour le troisième trimestre 2024, l'inflation globale devrait rester stable autour de +0,8%, et l'inflation sous-jacente devrait être de +2,1%, soutenue par une baisse des pressions inflationnistes dans les secteurs de l'alimentation et des biens non énergétiques.

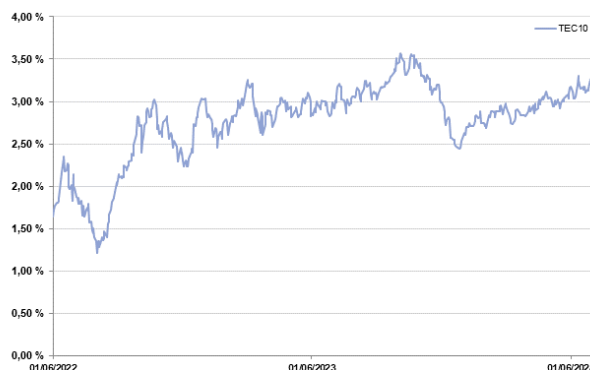
Rappelons également que le taux d'inflation est plus faible en France que dans d'autres pays d'Europe, en grande partie lié à l'impact du bouclier tarifaire et au nucléaire. Pour information, le taux d'inflation pour la France s'est élevé à 5,7% en 2023, contre 6,4% dans l'Union européenne. L'enjeu, comme indiqué dans la précédente lettre, est de revenir à une inflation « positive » durable (cible de 2%).

INFO NEWS (suite)

Des taux d'emprunts obligataires sur une tendance haussière au T2 2024 :

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, entre le 01/06/2022 et le 01/06/2024

Après une année de forte hausse sur 2023 et une baisse en début d'année 2024, le taux des OAT semble reparti sur une tendance haussière. Le taux des OAT à 10 ans est passé de 2,88% au 02 avril 2024 à 3,26% au 28 juin 2024 (+13% en trois mois). La moyenne du second trimestre 2024 est donc de 3,07%, contre une moyenne à 2,95% sur les six derniers mois.

On peut noter également depuis le 2nd semestre 2023 une augmentation des écarts de taux entre les maturités (10, 15 et 20 ans), écarts qui avaient eu à se réduire en 2022 et sur le 1er trimestre 2023.

Pour information, le taux sans risque calculé sur une très longue période était proche de 4,5% avant la crise des sub-primes en 2008.

En juin 2024, l'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes à long terme a augmenté, en réaction aux incertitudes liées aux élections législatives anticipées. Le spread (différence de rendement entre l'OAT 10 ans en France et le Bund allemand à 10 ans) a grimpé de plus de 10 points alors qu'il était aux alentours de 50 points de base avant les élections européennes 2024.

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 (immobiliers, 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 (1er trimestre 2024) :

A la date de diffusion de notre lettre, l'indice du T2 2024 n'était pas encore publié.

L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'élève à 8,9X l'EBITDA à la fin du T1 2024 (contre 9 x l'EBITDA au 4ème trimestre 2023), soit une certaine stabilité depuis le déclin régulier constaté depuis le point le plus haut à 11,5X sur le 2ème trimestre 2021 (9,1 x l'EBITDA fin 2022, et 9,9X fin 2021). Il est à noter que l'indice est proche de sa moyenne sur 20 ans.

On ne peut donc toujours pas parler d'effondrement des valeurs des sociétés non cotées, mais plutôt de réajustement, car l'indice reste dans la fourchette élevée.

Les principales tendances identifiées au titre du 1er trimestre 2024 sont présentées ci-après :

- stabilité de l'activité M&A en zone euros en volumes et baisse de 8% en valeur,
- baisse des prix surtout importante sur les segments qui avaient beaucoup augmenté précédemment (baisse de -4X l'EBITDA sur les segments « hauts » depuis le 1er trimestre 2023),
- poursuite depuis 2023 de la convergence entre les différents segments, identifiée en 2023,
- baisse de 3% des prix payés par les fonds à 9,1X l'EBITDA,
- part record des transactions réalisées à moins de 7X l'EBITDA (47%), soit un des niveaux les plus hauts depuis 2018 ; stabilité à un niveau faible des transactions réalisées à plus de 15X l'EBITDA,

Comme indiqué dans les précédentes lettres, il convient de rester prudent dans l'utilisation des indices, qui reflètent une tendance générale :

- les indices 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,
- les méthodes analogiques ne doivent être réalisées qu'avec 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)

⇒ Nvidia : première capitalisation boursière mondiale, et 3ème société à avoir franchi le cap des 3 000 mds \$ de capitalisation boursière

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. La 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. L'entreprise détient la quasi-totalité du monopole de fabrication de puces à destination de l'IA (80% des parts de marché).

En juin 2019, le cours de bourse de Nvidia était de 4 dollars. Depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022, le cours de Nvidia a été multiplié par huit. Si l'on compare à son entrée en bourse en 1999, les actions ont même grimpé de 591000 %.

Début juin 2024, les actions du fabricant ont bondi de 3,5%, à 136 dollars, portant sa capitalisation boursière à 3 400 milliards de dollars, supérieure à celle de Microsoft et Apple affichant chacune une capitalisation supérieure à 3 300 milliards de dollars. L'entreprise est aujourd'hui la plus valorisée au monde. A titre d'information, la bourse de Paris représente environ 3100 milliards de dollars en juin 2024, contre 3200 milliards de dollars pour la bourse de Londres à la même période.

La société doit investir plusieurs milliards de dollars pour maintenir ses parts de marché et certains analystes affirment que la valorisation pourrait dépasser les 4 000 milliards de dollars.

L'évolution du cours de bourse de Nvidia est fulgurante si on la compare avec celle de Apple et Microsoft entre juin 2019 et juin 2024 :

- progression du cours de l'action Apple de +300% sur 5 ans (200 dollars en juin 2024, contre 50 dollars en juin 2019).
- progression du cours de l'action Microsoft de +221% sur 5 ans (440 dollars en juin 2024, contre 137 dollars en juin 2019).

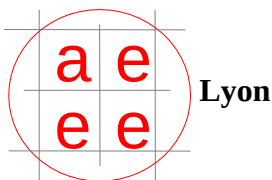
⇒ Dette publique : la note de la France dégradée par S&P de AA à AA-

Le 31 mai 2024, l'agence Standard and Poor's a décidé d'abaisser la note de la dette française à AA-.

Selon l'agence, contrairement aux prévisions antérieures, elle estime que la dette publique augmentera à 112% du PIB en 2027, contre 109% en 2023. Paradoxalement, S&P soutient que la reprise de la croissance économique et les réformes budgétaires permettront de réduire le déficit budgétaire.

L'Etat français se veut malgré tout rassurant et affirme que l'objectif de réduire le déficit public à 3% du PIB reste réaliste en 2027, ..., espérons que l'avenir lui donnera raison.

La dette publique est passée de 30 milliards d'euros en 1974 (15% du PIB) à 3100 milliards d'euros en 2023 (environ 110% du PIB), soit une hausse de plus de 600% en 50 ans.



Le 19 juin 2024, la commission européenne a officiellement classé la France parmi les pays européens ayant une situation de déficit public excessif, avec 5,5% du PIB en 2023 contre une prévision de 4,9%.

⇒ **La dissolution de l'Assemblée Nationale : des conséquences sur le CAC40 et les taux d'emprunts**

L'incertitude déclenchée par cette dissolution a provoqué **une forte hausse du taux d'emprunts obligataire français à 10 ans**, passant de 3,10% à 3,31% en quelques jours.

L'écart grandissant entre le taux des OAT françaises à 10 ans et l'équivalent allemand a atteint 84 points de base fin juin 2024, soit le niveau le plus élevé depuis 2012 (crise des dettes souveraines en euros). Ce « spread » est un indicateur pour mesurer le stress du marché vis-à-vis de la dette française.

Rappelons que quand l'écart augmente, le marché actions a tendance à évoluer à la baisse.

L'indice CAC 40 a reculé de 6,23% la semaine suivant l'annonce de dissolution. Cela représente la baisse la plus importante depuis le début du conflit russo-ukrainien.

De façon globale, les grands groupes français (Axa, Thalès, Alstom, ArcelorMittal notamment) ont fortement chuté en bourse sur une semaine.

⇒ **Le fonds CVC : plus grosse introduction en bourse en Europe en 2024**

Le fonds d'investissement CVC est parvenu à lever 2 milliards d'euros à la bourse d'Amsterdam, ce qui constitue la plus grosse introduction en bourse depuis le début de l'année.

Le titre a progressé de 23% à 17 euros par rapport au prix de 14 € initialement retenu pour l'introduction.

L'opération valorise le fonds aux environs de 14 milliards d'euros. La société avait dévoilé son projet d'IPO mi-avril, visant à fournir une structure institutionnelle durable à long terme. L'opération vise aussi à soutenir la croissance à long terme de CVC et accroître la notoriété du groupe auprès des clients existants et potentiels.

Selon son site institutionnel, la société gère des actifs représentant 186 milliards d'euros avec des participations dans 125 sociétés, dans différents secteurs.

CVC avait déjà racheté la marque Panzani en 2021, au groupe espagnol Ebro Foods, et avait pris des participations dans le domaine du sport et de l'horlogerie avec le rachat de la marque horlogère suisse Breitling.

Le marché espère que 2024 sera un bon cru en matière d'introduction en bourse. En 2024, le marché des IPO affiche son meilleur démarrage annuel depuis 2021, avec par exemple l'IPO en mars 2024 du distributeur allemand de parfum Douglas (réalisation d'une IPO de 0,9 mds € en mars 2024) ; l'IPO du groupe espagnol Puig en mai 2024 (secteur de la mode et cosmétiques- le groupe est propriétaire des marques Nina Ricci, Jean Paul Gautier et Paco Rabanne). Cette IPO devrait être la plus importante réalisée sur les marchés européens en 2024 ; ou encore l'IPO de Planisware (éditeur de logiciels), en mai 2024.

Petit retour sur les décotes de taille, ... ; et autres décotes

Eddy BLOY, Vice-Président A3E

Nous sommes tous à la recherche d'un graal permettant de déterminer une décote de taille sur la base d'un calcul rationnel ne nourrissant pas de contestation et qui pourrait servir de base de discussion apaisée entre experts voire entre l'administration fiscale et les experts.

L'ennui, en la matière et pour paraphraser une pensée de Paul Valéry, est que « tout ce qui est simple est faux et tout ce qui est complexe est inutilisable ».

Partant de cette constatation quelque peu provocatrice nous voudrions revenir, sous une forme réflexive et non dans la perspective de révolutionner les modalités de calcul des décotes, sur les modes de détermination de ces décotes

De la décote en valeur aux primes de taux

Il y a quelques décennies, on utilisait tout simplement l'argument d'autorité pour dire que tel ou tel élément spécifique justifiait une décote de x% sur la valeur de référence (décote à dire d'expert en quelque sorte).

Les experts étaient, par ailleurs, aidés en cela par des consensus « expertaux » sur des décotes forfaitaires concernant des facteurs tels que la minorité, l'illiquidité, la taille.

Puis, les évaluateurs se sont mis d'accord pour reconnaître le MEDAF comme modèle de référence dans le cadre de leur approche de la valeur.

Que ce modèle soit « faux » dans le cadre de la plupart de nos évaluations, cela ne fait aucun doute pour tout financier quelque peu informé des attendus du modèle, mais son grand avantage est qu'il est utilisable parce que **simple et qu'il fait consensus** (parce qu'utilisable).

Soulignons qu'il s'agissait tout de même d'un pas décisif dans les techniques d'évaluation puisque l'on portait, enfin, l'attention sur une détermination rationnelle du taux d'actualisation.

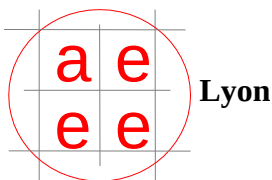
Ce faisant, implicitement les problèmes de décotes se déplaçaient de la détermination d'un taux d'abattement vers la détermination de primes de risques liées à différents points susceptibles de minorer la valeur.

En effet, il est évident pour tout le monde que décoter une valeur de référence ou charger un taux de référence de diverses « primes de risques » visent le même objectif : minorer la valeur.

On ne doit pas oublier pour autant les limites de ces approches, surtout lorsque l'on veut raffiner à l'extrême.

Ce modèle est un modèle de marché et n'a vraiment de sens que dans le cadre d'un marché d'actions permettant la constitution de portefeuilles diversifiés.

Il ne faut donc pas oublier que les taux requis déterminés à l'aide du MEDAF ne prennent pas en compte la totalité du risque mais la contribution au risque d'un titre dans le cadre d'un portefeuille diversifié.



Lorsque l'on procède à l'évaluation d'une entreprise, il est d'usage d'ajouter au taux calculé à l'aide du MEDAF, des primes de risque spécifiques ce qui, en soi n'est pas absurde, puisque ce type de risque n'est pas pris en compte dans le calcul pratiqué.

L'ennui c'est que, quand on procède ainsi, l'on a aucune idée du risque global de l'actif (risque spécifique + risque systématique).

Il se peut ainsi très bien qu'on rajoute une prime de risque largement excessive qui emmène le taux très au-delà de sa valeur réelle correspondant au risque global de l'actif.

Quel est alors le sens de ces taux d'actualisation chargés de primes de risque supplémentaire qui conduisent leur niveau très loin du calcul initial.

Par ailleurs, et pour revenir sur la décote de taille, on constate bien en examinant les distributions de valeurs sur les marchés, une corrélation inverse entre taux de rentabilité exigé (ou présumé tel) et taille.

Mais la fameuse clause « ceteris paribus » est-elle respectée lorsque l'on compare des échantillons relatifs à des tailles d'entreprises variables. Probablement pas, car d'autres facteurs tels que l'intensité capitalistique, la qualité du management, la composition sectorielle etc... varient également. Alors, qu'elle est la part, dans la corrélation constatée attribuable au seul effet taille ?

Existe-t-il des alternatives ?

On ne peut qu'être nuancé dans la réponse. Lorsque l'on traite de sociétés cotées, il est clair que se référer aux modèles qui ont été évoqués précédemment n'a absolument rien de choquant. Ne pas les utiliser pourrait même s'avérer problématique.

En revanche, la pertinence de ces approches s'agissant de l'évaluation d'entreprises dont la plupart d'entre elles vont se situer dans une fourchette entre 2 et 20 millions d'euros pose question.

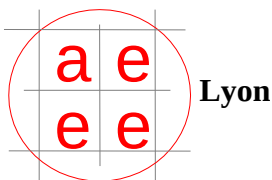
Le champ des comparables s'agissant de ces entités est plus à rechercher dans le domaine du « private equity ».

Les rapports de France Invest fournissent une évaluation des TRI sur différents horizons et pour différents types de fonds. S'agissant de déterminer le coût des fonds propres, ces références nous semblent constituer une référence beaucoup plus pertinente que des références à des dérivés de statistiques boursières, qu'il convient ensuite de corriger sérieusement pour tenir compte des différences de taille et de liquidité, ces deux variables étant par ailleurs plus ou moins colinéaires.

On peut regretter que les rapports de France Invest ne fassent pas apparaître de TRI par secteur mais cela est dans la nature des supports, à partir desquels est construite l'évaluation des performances, puisque l'on évalue des TRI sur des fonds qui sont, pour la plupart, multisectoriels.

Au demeurant, le facteur sectoriel n'est pas toujours nécessairement un facteur pertinent pour évaluer le risque d'une entreprise sauf si l'ensemble du secteur fait l'objet d'un sérieux risque systémique et structurel.

Le seul aspect sectoriel qui peut être significatif du point de vue du risque est le caractère plus ou moins capitalistique des process de production. En général, le risque varie dans le même sens que l'intensité capitalistique pour des raisons évidentes tenant à la structure des coûts, même si, là encore, on peut trouver des exceptions.



Ajoutons que les données de France Invest présentent un autre avantage : elles fournissent une distribution par quartile des performances ce qui permet implicitement de se faire une idée de la dispersion des performances et donc d'ajuster un taux en fonction du positionnement de l'entreprise à évaluer, estimé par l'expert.

On peut penser que certains cabinets traitant un gros volume d'évaluations sur une aire géographique nationale ont un stock de dossiers suffisamment fourni pour constituer des bases de données « maison ».

Ces bases, dans la mesure où elles existent, sont-elles à même de constituer une solution. Cela nous semble peu probable pour deux raisons :

- il est fort à parier que les données privilégiées concernent directement la valeur (voire le prix) et ne sont utiles que dans le cadre de méthodes comparatives,
- si elles concernaient des taux, on serait confronté à l'éternel dilemme que nul ne peut être juge et partie. En effet, quelle serait la portée objective de taux construits pour les besoins de l'entreprise et qui servirait de référence aux experts de ce même cabinet ? Faible sans doute. En revanche, on ne peut qu'encourager les experts d'un même cabinet à confronter et harmoniser leur pratique de façon à assurer une cohérence dans les évaluations mais cela relève de l'évidence.

Pour terminer, nous voudrions revenir sur la notion, de décote de taille. Nous nous demandons si, dans le cadre d'évaluation de PME-TPE, cette notion a beaucoup de pertinence.

Peut-être vaudrait-il mieux lui substituer la notion de décote d'illiquidité. Cette dernière peut être liée à la taille mais pas nécessairement.

Et nous nous demandons, s'il n'est finalement pas plus facile de trouver des références fiables concernant des primes d'illiquidités que de se focaliser sur le facteur taille. Je n'ai pas d'opinion tranchée sur la question, mais cela mériterait que l'on y réfléchisse, d'autant plus que, comme nous l'avons déjà souligné, il y a une colinéarité partielle entre taille et illiquidité.

Cahier des entreprises en difficulté :
Les 10 enjeux du diagnostic stratégique d'une entreprise en difficulté

Christophe VELUT
Président A3E, Associé Advolis Orfis

Enjeu n°1 : identification claire par la direction des causes principales des difficultés ?

Les raisons d'une situation financière difficile peuvent être très différentes selon les entreprises, elles peuvent être liées à des raisons structurelles ou conjoncturelles (ex : incendie, crise de gouvernance, désaccord entre actionnaires, crise de croissance, diversification ratée, opération de croissance externe payée trop chère et non intégrée, perte du principal client, dépôt du bilan du principal client, pertes de parts de marché, rupture d'approvisionnement, point mort non atteint, forte hausse des coûts (MP, énergie,...), non répercutées sur les prix de vente, logistique non adaptée, outils de production anciens et non productifs, erreur stratégique, rupture technologique dans le secteur, contraintes réglementaires,...).

Les enjeux du retournement seront très différents selon les situations, et notamment sur le point suivant : les fondamentaux / facteurs clés de succès sont-ils toujours présents, ou la société doit-elle effectuer un virage stratégique structurant (ex : nouvelle technologie, nouveau business model, ...).

Il est essentiel que la gouvernance, et plus généralement l'ensemble des « hommes clés » ait une vision partagée des éléments à l'origine des difficultés.

Enjeu n°2 : maîtrise des enjeux liés au « statut » d'entreprises en difficulté ?

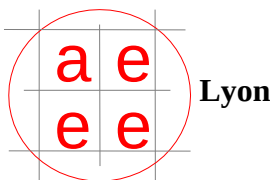
Il est indispensable de maîtriser (en interne ou en s'appuyant sur des conseils externes) les enjeux des entreprises en difficulté qui sont nombreux (ex : choix de la procédure, ...). En effet, il existe de nombreux impacts (ex : confidentialité de la procédure / situation, changement des interlocuteurs dans les banques - affaires spéciales versus services entreprises, difficulté voire impossibilité d'obtenir certaines subventions / des prêts relais, horizon de pilotage du cash raccourci (à la journée / semaine), horizon de suivi par les établissements financiers raccourci (trimestriel, voire mensuel) impact sur les relations avec les fournisseurs -plafond des commandes, réduction des délais de paiement,...-,...).

Il ne faut pas sous-estimer le temps passé par la fonction financière, et notamment le DAF pour gérer et produire des reportings adaptés aux besoins / à la demande.

Enjeu n°3 : lié à la gouvernance :

Certaines questions sont clés. Nous en présentons certaines ci-après :

- y-a-t-il un consensus de la gouvernance sur des causes des difficultés (cf supra) ?
- y-a-t-il un consensus de la gouvernance sur la stratégie de retournement ?
- la gouvernance est-elle organisée pour prendre les décisions rapidement ?
- la gouvernance a-t-elle toujours un capital confiance en externe / interne (clients, fournisseurs, banquiers, salariés,... ?)



- la gouvernance a-t-elle l'expérience / les capacités de piloter le retournement ?
- la gouvernance est-elle disposée à se faire challenger par les cabinets de conseil qui interviennent fréquemment à la demande des établissements financiers (analyse critique du business model, IBR sur les prévisions,...).

Il est à noter que le pilotage d'une entreprise en difficulté est différent de celui qui a été réalisé pendant la crise sanitaire (avec une politique de soutien de l'Etat...).

Enjeu n°4 lié aux actionnaires :

- les actionnaires ont-ils les moyens / la volonté d'apporter, au moins partiellement, les soutiens financiers nécessaires,
- la structure actionnariale permet-elle d'organiser rapidement et efficacement les prises de décision, ce qui est plus compliqué en situation d'actionnariat très dilué ?
- la société est-elle en mesure d'attirer de nouveaux actionnaires ?
- les actionnaires sont-ils ouverts à différentes solutions de financement, dont certaines pourraient conduire à les diluer.

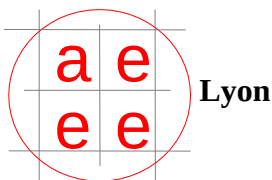
La question de la valorisation d'une entreprise en retournement, après une période faste, est toujours un point sensible, ..., dans le contexte où, on l'a bien vu avec Atos, les banquiers sont les principaux « pilotes » de la société sur certains choix stratégiques (les banquiers cherchent bien évidemment les solutions qui pénaliseront le moins possible la dette bancaire).

Enjeu n°5 lié à la stratégie de retournement :

- La stratégie de retournement est-elle :
 - compréhensible en externe / interne,
 - réaliste et réalisable à court terme,
 - partagée par les hommes clés de la société, et acceptée par les principaux tiers (ex : banquiers, clients,...),
- la stratégie de retournement est-elle déclinée autour d'étapes clés, notamment d'étapes go- no go (avec une description précise des étapes de go-no go) , notamment en distinguant les phases de redressement et de consolidation ?
- une des difficultés importantes est souvent de concilier les enjeux court terme de restauration de la situation financière aux enjeux stratégiques moyen et court terme, qui peuvent être également vitaux pour l'entreprise (ex : CAPEX).

Enjeu n°6 : la société a-t-elle les moyens de fidéliser les hommes clés ?

Cet enjeu est souvent un enjeu sensible, car ce ne sont pas forcément les moins bons qui « quittent le navire » en période de tempête. Par ailleurs, ce n'est pas le plus facile à mettre en œuvre, dans un contexte de période difficile.



Et pourtant, la stabilité, la coordination et la réactivité des équipes est un facteur de réussite important, dans le cas d'une entreprise en difficulté.

Enjeu n°7 lié aux outils :

- *la société dispose-t-elle d'outils de pilotage, permettant de réaliser une analyse fine de l'activité / la rentabilité, mais surtout le cash,*
- *ces outils permettent-ils de piloter sur un horizon court (ex : jour, semaine, mois),*
- *ces outils permettent t'ils de réaliser des simulations sur les impacts des décisions prises,*
- *la société dispose-t-elle en interne de compétences (ex : contrôleur financier) permettant d'utiliser les données, de faire des analyses et les remonter à la direction, et qui ont le temps pour gérer la situation de difficulté ?*

Enjeu n°8 lié à la communication interne et externe :

- *Le succès d'un plan de retournement est lié à la mise en place d'une communication régulière, notamment au regard du plan d'actions et des jalons identifiés,*
- *il est essentiel que la direction ait la disponibilité pour effectuer cette communication régulière.*

Enjeu n°9 lié aux marges de manœuvre financières :

La société a-t-elle des marges de manœuvre financières (ex : emprunts dont il est possible de suspendre les échéances, actifs hors exploitation qu'il est possible de céder, ...), ..., dans le contexte où une société en difficulté aura des difficultés pour lever de nouveaux emprunts.

La situation sera plus difficile à gérer si la société a des CAPEX significatifs à engager dans un futur proche, et / ou doit engager un plan de restructuration « coûteux ».

De manière non intuitive, la société en difficulté sera en situation plus difficile si elle n'a pas d'emprunts.

Enjeu n°10 lié à la valeur des fondamentaux de l'entreprise :

Il est en effet essentiel d'identifier la valeur des fondamentaux de l'entreprise, les éléments qui lui confèrent une valeur malgré les difficultés rencontrées. Exemple : outils de production, savoir-faire, technologie, relation clientèle, force de la marque, équipe de R&D.

Cette connaissance est indispensable pour vérifier que la stratégie mise en place permet de maintenir les fondamentaux de l'entreprise, ..., et donc leur valeur.

Réflexion sur la détermination du goodwill à partir de la rente abrégée

Eddy BLOY
Vice-Président A3E

Cette réflexion est inspirée par les notes que nous avons eu à proposer à l'administration fiscale dans le cadre de la révision du Guide de l'Évaluation.

Il est souvent plus facile de discuter avec l'administration sur la base d'un calcul fondé sur un multiple, d'une rente constante, qu'en proposant une somme actuelle de rente projetée à partir d'un business plan.

C'est pourquoi nous allons articuler cet article sur la relation entre calcul fondé sur des rentes abrégées prévisionnelles, et calcul fondé sur une somme de rentes abrégées constante.

1-Les principes

Nous retenons que la rente de Goodwill est calculée sur la base d'un résultat d'exploitation après impôt dont on déduit la rémunération des capitaux investis (actif économique) calculée à partir du WACC.

Cette modalité de calcul est désormais reconnue par la grande majorité de la communauté des évaluateurs.

Si on considère que l'incorporel résulte d'une situation privilégiée transitoire et, qu'en conséquence, la rente de goodwill doit disparaître progressivement. Le modèle sera alors le suivant :

$$GW = \sum_1^n \frac{(RE_t - k * CI_t)}{(1+k)^t}$$

La logique veut que l'on amortisse progressivement la rente de goodwill sur l'horizon envisagé jusqu'à sa disparition totale ce qui élimine la question de la valeur terminale, la nième rente étant nulle.

A titre d'exemple, nous partons d'un business plan, permettant de déterminer des rentes de goodwill futures sur un horizon de 5 années.

Périodes	0	1	2	3	4	5
CA	50	53	55	58	61	64
Immobilisations réévaluées	75	79	77	81	79	83
BFRE	8	9	9	10	10	11
CPNE (chiffres arrondis) (a)	83	88	86	91	89	94
Taux de rendement CPNE (b)	13%	13,00%	12,25%	11,50%	10,75%	10,00%
WACC (attente des Investisseurs) supposé constant	10%	10%	10%	10%	10%	10%
RE après impôt (c)	10,83	11,38	10,58	10,43	9,58	9,36
Rémunération attendue CPNE (d)	8,30	8,75	8,64	9,07	8,91	9,36
Rente de goodwill (e)	2,53	2,63	1,94	1,36	0,67	0,00
Taux d'actualisation: 15% (f)						
Rente actualisée à 15%		2,28	1,47	0,89	0,38	0,00
Valeur du goodwill (g)	5,03					

Les montants sont exprimés en millions d'euros

- (a) CPNE : immobilisations nécessaires à l'exploitation réévaluées + Besoins en fonds de roulement liés à l'exploitation
- (b) Taux de rendement constatés des CPNE : hypothèses de calcul
- (c) RE après impôts : ils correspondent au taux de rendement des CPNE x RE après impôt
- (d) Rémunération attendue des CPNE : CPNE x wacc
- (e) Rentabilité économique réelle – rémunération attendue des CPNE
- (f) Le taux d'actualisation de la rente est différent du wacc dans l'exemple ci-dessus, car on considère que le goodwill présente un risque spécifique beaucoup plus élevé que le risque moyen de l'ensemble des actifs.
- (g) Valeur du goodwill : somme des rentes actualisées.

Les paramètres du business plan sont indiqués dans le tableau. Le taux de croissance a été supposé constant à 5%.

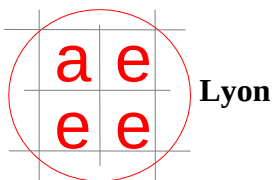
La rente du goodwill en année 5 est égale à 0, car on fait l'hypothèse que, sous la pression concurrentielle, le taux de rendement réel rejoint la rentabilité attendue (WACC) à l'horizon économique.

2- Calcul équivalent à partir d'une rente constante

Comme nous l'avons dit en introduction, il est parfois plus aisé de faire passer un calcul fondé sur une rente actuelle postulée comme constante. Dans ce cas, la formulation du goodwill est la suivante :

$$GW = RGW0 \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+k)^t} = RGW0 * \frac{1 - (1+k)^{-n}}{k}$$

Partant de l'exemple précédent, on peut chercher combien d'années de rentes constantes seraient nécessaires pour obtenir le même résultat.



La première chose à faire est de rechercher par quel coefficient, il faut multiplier la rente initiale pour obtenir 5,03, soit : $5,03/2,53 = 1,99$

Le nombre d'années de rentes constantes actualisées pourra être déterminé à partir de l'équation :

$$1,99 = \frac{1 - (1 + 15\%)^{-x}}{15\%}$$

La solution donnerait $x = 2,536$. Bien entendu on pourrait par commodité arrondir cette valeur à 3 mais alors, on sera assez loin de 5,03, on obtiendrait 5,7. Pratiquer l'arrondi ou non relève de la maîtrise de l'expertise.

3-Quelques remarques tirées de cette courte réflexion

1° Il pourrait être tentant en substituant au calcul effectué sur la base d'un business plan, un calcul fondé sur une rente constante, de retenir la même durée horizon, soit dans le cas d'espèce, 5 ans.

Ce serait évidemment une erreur grossière dans la mesure où, le business plan reposant sur l'hypothèse d'une réfaction progressive de la rentabilité, les rentes successives sont décroissantes. Il faut donc beaucoup moins d'années pour obtenir un résultat identique.

2° Ceci suggère une remarque beaucoup plus générale. Lorsque l'on veut capitaliser une rente constante pour estimer un goodwill, même si l'on ne dispose pas de business plan explicite, il faut néanmoins avoir une vision assez claire de la position de l'entreprise dans les années à venir concernant l'évolution et la solidité de sa sur-rentabilité.

Nous voyons que dans l'exemple choisi, 3 fois la rente de goodwill initiale serait le chiffre adapté, c'est-à-dire le bas de la fourchette habituellement proposé par les usages (c'est-à-dire 3 à 8).

3° Si l'on retenait une évaluation du Goodwill sur la base de 3 années de rente de goodwill, le taux de capitalisation implicite serait de l'ordre 33%, soit deux fois le taux d'actualisation retenu dans le cadre du calcul actuariel.

Cela signifie que lorsque l'on veut pratiquer l'évaluation du Goodwill sous cette forme, la prime de risque incluse dans le taux de capitalisation est beaucoup plus élevée que celle qui impacte le taux d'actualisation.

Focus technique : particularités d'une évaluation réalisée en cours d'année

Christophe VELUT
Président A3E, Associé Advolis-Orfis

Il arrive fréquemment que des évaluations soient réalisées en cours d'année. La question se pose de savoir quelle date retenir pour déterminer les agrégats utilisés pour l'évaluation, lorsque l'évaluation est réalisée à une date très différente de la clôture annuelle.

Prenons l'exemple d'une entreprise à évaluer, dont l'exercice correspond avec l'exercice civil, avec une évaluation réalisée en juillet N.

La présente note technique est limitée aux 2 méthodes les plus utilisées par la pratique des évaluateurs : la méthode des multiples et la méthode des DCF.

Méthode des multiples :

Rappelons que la valeur des capitaux propres selon la méthode des multiples s'obtient en additionnant :

- d'une part la valeur d'entreprise, obtenue en multipliant un agrégat (ex : EBITDA) par un multiple,
- d'autre part l'endettement financier à la date de l'évaluation.

En ce qui concerne **la valeur d'entreprise**, le choix de la date d'évaluation ne devrait pas avoir d'impact, car l'agrégat retenu est toujours un agrégat annuel généralement retraité des éléments non récurrents pour converger vers des données normatives, ..., ou une combinaison d'agrégats annuels retraités (ex : moyenne EBITDA N-1, N et N+1).

En ce qui concerne l'endettement financier net, celui-ci est retenu en théorie à la date de l'évaluation, dans le contexte où, même si la société ne réalise pas des arrêtés mensuels complets, il est généralement assez aisé de calculer un endettement financier net à la date d'évaluation dès lors que la comptabilité est à jour, notamment des flux de trésorerie et d'emprunts.

La question se pose en revanche dans certaines situations pour lesquelles la distribution des flux pourrait être très différente entre les périodes qui précèdent et qui suivent la date d'évaluation, par exemples : activité saisonnière, capex annuels significatifs réalisés principalement sur S1 ou sur S2, dividendes votés avant le 30 juin, réglés sur le 2nd semestre, ...

Dans ce cas, il sera généralement pertinent de réaliser certains ajustements, si les impacts sont significatifs (ex : dividendes approuvés non encore payés, capex reportés sur S2, capex de croissance significatifs prévus sur S2 et pris en compte pour le calcul de l'agrégat normatif, ajustements du BFR sur un niveau normatif / moyen, ...

Méthode des DCF :

Rappelons que la valeur des capitaux propres selon la méthode des DCF s'obtient en additionnant :

- d'une part la valeur actualisée des flux futurs,
- d'autre part l'endettement financier net (EFN) à la date de l'évaluation.

Il est souvent complexe d'obtenir de la société évaluée des données fiables sur le détail des flux par nature (exploitation, investissement et financement) entre le 1er jour de l'exercice et une date retenue pour l'évaluation qui se situe en cours d'année, notamment dans les sociétés qui n'établissent pas des situations.

Dans ce cas, il sera généralement préférable de calculer des flux au 1er janvier de l'exercice, et de retenir un EFN au 1er janvier N (dans ce cas, l'EFN sera différent de celui utilisé pour la méthode des multiples). La question se posera alors du coefficient d'actualisation des flux de la 1ère année. Il conviendra dans ce cas de calculer un coefficient en se positionnant au 30 juin N. A titre d'illustration, et en considérant une certaine linéarité des flux sur l'exercice, cela signifiera que 50% des flux de l'année en cours sont à actualiser avec un coefficient de 1, et 50% avec un coefficient de 0,25.

Dans la pratique, les flux ne sont pas nécessairement réalisés de manière linéaire sur l'année. Il reviendra à l'évaluateur d'exercer son jugement, en tenant compte du rapport coût- enjeux, et notamment de la matérialité de l'impact. L'ajustement portera généralement, le cas échéant, sur des montants identifiés comme significatifs (ex : CAPEX importants sur S2 N,...). Rappelons que le poids de la 1ère année de flux est généralement peu significatif dans une valorisation par les DCF, compte tenu notamment de la prise en compte d'une valeur terminale. Pour autant, l'ajustement retenu la 1ère année aura un impact sur les coefficients d'ajustement des années suivantes (si on reprend l'exemple précédent de flux linéaires sur l'année, les flux N+1 seront actualisés avec un coefficient de 1).

Si la société est en mesure de produire des informations détaillées sur les flux de S1 de l'exercice en cours, l'évaluateur devra apprécier la fiabilité des données transmises, dans le contexte où ces données ne sont généralement pas validées par le commissaire aux comptes. Si l'évaluateur considère que les données transmises sont cohérentes, il pourra les utiliser comme suit :

- flux futurs actualisés calculés à partir de S2 N, calculés par différence entre les flux annuels de l'exercice en cours et les flux de S1 (actualisés avec un coefficient de 0,25, si les flux de S2 sont réputés linéaires),
- EFN ajusté au 30 juin N (idem EFN ajusté utilisé pour la méthode des multiples).

Dans tous les cas, l'évaluateur devra vérifier la cohérence de la répartition des flux entre S1 et S2 (en fonction de la saisonnalité des flux,..., qui peut être différente de celle du CA).

Il devra également vérifier la cohérence des valeurs déterminées selon les 2 méthodes (multiples et DCF).

Il conviendra dans les 2 cas de vérifier que les coefficients d'actualisation utilisés pour les années suivantes sont déterminés de manière cohérente (cf exemple supra).