

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- BFR et dettes
opérationnelles
Page 13
- Préparation de son
entreprise et optimisation
de la valorisation dans le
cadre d'un LBO
Page 19
- Analyse des risques et crises,
et conséquences sur nos
pratiques d'évaluation
Page 23
- Point d'attention en
évaluation : amortissement
analytique du goodwill en
tant qu'outil de mesure du
ROI d'une acquisition
Page 38

Lettre trimestrielle n°50 – 4^{ème} trimestre 2025

Edito du Président :

L'année 2025 a été marquée par de nombreux rebondissements, entre la saga des tarifs douaniers, la directive Omnibus, les risques géopolitiques, ... et s'est terminée par des espoirs de paix en Ukraine, une forte hausse des taux sur les 2 derniers mois de l'année, non prévue, un budget 2026 non voté (c'est presque devenu une habitude !), et la crainte toujours persistante sur les valorisations excessives des sociétés liées à l'IA.

L'année 2026 commence également fort, avec des risques géopolitiques toujours élevés, considérés comme le premier frein à l'économie mondiale (tensions US – Iran, pression des US pour obtenir la souveraineté du Groenland, pression accentuée sur les métaux rares,...), avec la chute du dollar et de l'or, à l'heure, où nous publions la lettre A3E, avec la continuité de la baisse des valorisations des éditeurs de logiciels, affectés notamment par les impacts de l'IA, ou encore avec les plans de restructurations annoncés par les fabricants automobiles (Stellantis, GM,...) concernant la filière électrique.

Comme indiqué dans la lettre du T3 2025, la période agitée que nous traversons, marqué par des risques et des incertitudes, ne s'est pas traduit en 2025 par une forte hausse des WACC, ni par une chute des marchés. On peut ainsi constater la bonne tenue des marchés avec un pic historique atteint par le CAC 40 en octobre 2025 (malgré une forte volatilité et nervosité), et la bonne résistance du private equity en 2025.

Pour autant, la prudence reste de mise, car comme le dit très justement Eddy Bloy dans son article ci-après, la combinaison de niveaux de valorisation élevés et d'un endettement fort est un cocktail à tendance explosive.

L'évaluation dans un contexte d'incertitudes devenues quotidiennes reste de plus en plus affaire de jugement et de discernement dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation.

Comme indiqué précédemment, le fil conducteur des lettres A3E en 2025 sera les spécificités de l'évaluation des PME. Nous abordons le sujet dans la présente lettre sous différents angles : la préparation d'une opération de LBO pour optimiser la valorisation, la prise en compte du BFR, ou encore les impacts des analyses de risques sur la valorisation, et des réflexions intéressantes sur la méthode des multiples.

Nous vous présentons également une réflexion sur l'intérêt de mesurer le retour sur investissement d'une acquisition via un amortissement analytique » du goodwill.

Je suis très heureux de vous présenter mes meilleurs vœux au nom de l'ensemble des membres de l'association, pour une année 2026 qui s'annonce riche en événements,....., et je souhaite que le politique se mette enfin au service de l'économie.

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 va organiser en 2026 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, concernée au secteur 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 un groupe de consultation pour 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 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 sur le 1^{er} semestre 2024.

Le guide est en train d'être finalisé, et si tout va bien, il pourrait être publié sur T2 2026, et nous vous confirmons par avance qu'il contiendra des évolutions importantes à la fois sur la forme et le fonds.

Nous vous présenterons une synthèse des principales avancées dans une prochaine lettre, dès que la version définitive sera publiée.

➤ **Groupes de travail sur la mise en œuvre de la méthode des multiples dans le cadre de l'évaluation des PME.**

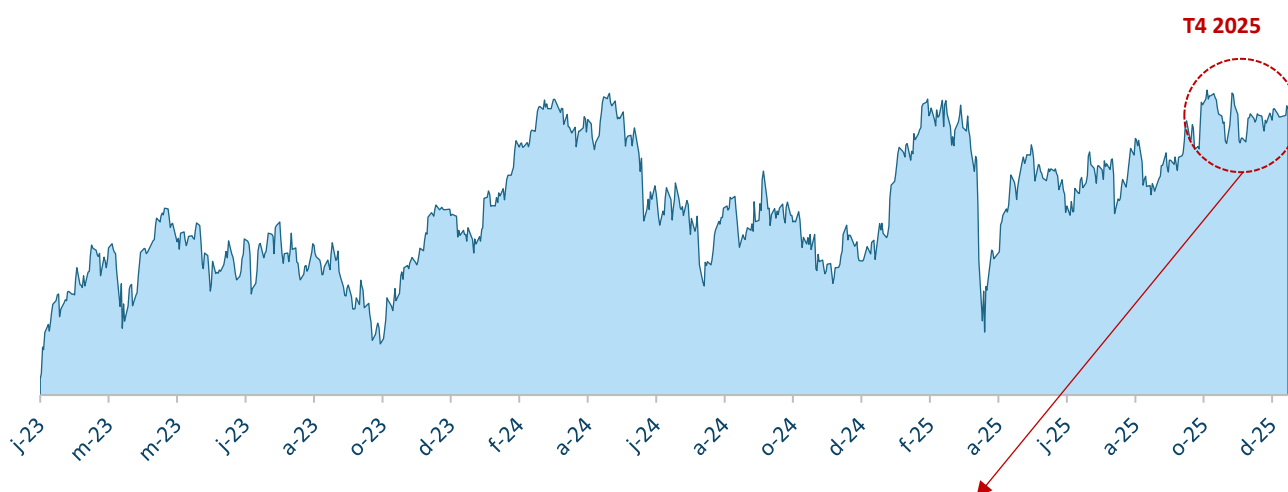
Le groupe de travail s'est réuni plusieurs fois depuis septembre 2025. Une synthèse des réflexions très intéressantes vous sera présentée dans la prochaine lettre A3E.

INFO NEWS (suite)

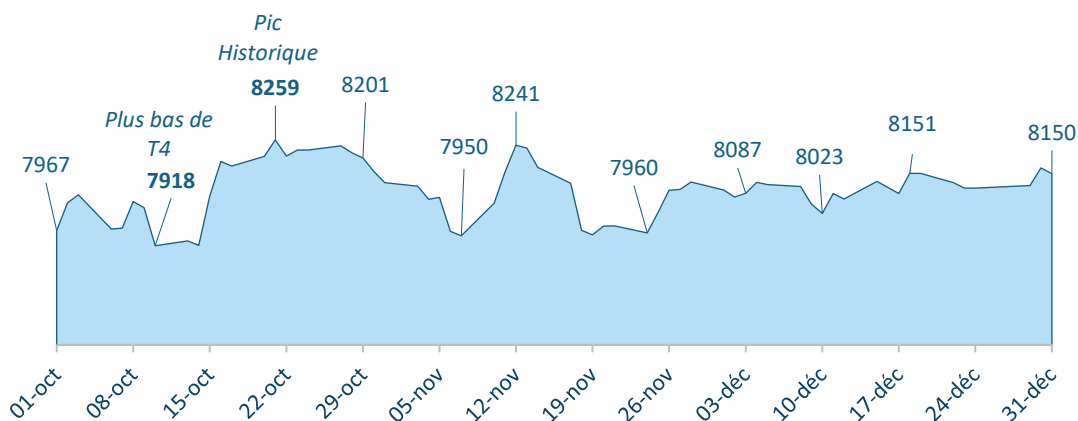
1. Les marchés boursiers erratiques, entre incertitudes et rebond techniques :

Évolution du CAC 40 : légère reprise et consolidation au 4^e trimestre 2025

Évolution du CAC 40 : de janvier 2023 à décembre 2025



CAC 40 : Évolution quotidienne – 4^e trimestre 2025



Source : investing.com

Le 4^e trimestre a montré une volatilité moins élevée que celle observée au trimestre précédent, avec pourtant des cours qui ont oscillé entre un point bas à 7 918 points le 10 octobre et le pic historique à 8 259 points le 21 octobre (+4,3 %).

Ces mouvements, bien que significatifs, reflètent davantage d'ajustements techniques que d'une réaction massive à des événements ponctuels. La hausse rapide en milieu de mois suggère une correction après un creux technique, plutôt qu'une flambée due à des annonces économiques majeures. Le mois s'est terminé à 8 121 points, traduisant un rebond « solide mais encore fragile » après un début de trimestre hésitant.

En novembre, le marché a poursuivi sa consolidation, avec des variations comprises entre 7 950 points le 7 novembre et 8 241 points le 12 novembre (+3.7%). La dynamique haussière semble avoir été encadrée par des prises de bénéfices et des ajustements techniques, le marché restant globalement incapable d'établir une tendance claire sur le mois. La clôture de novembre autour de 8 123 points confirme un équilibre entre acheteurs et vendeurs, et un certain aplatissement de la volatilité par rapport à octobre.

Décembre a été marqué par une relative stabilité, avec un indice évoluant entre 8 023 points le 10 décembre et 8 168 points le 30 décembre (+1.8%). Le trimestre s'est ainsi clos à 8 150 points, montrant une progression depuis le début du trimestre. Cette période semble illustrer une phase de stabilisation après des fluctuations initiales, avec un marché attentif aux indicateurs économiques et aux décisions de politique monétaire, mais sans réaction excessive à des événements ponctuels.

Les indicateurs techniques renforcent cette observation : le RSI14 (indicateur utilisé par les investisseurs dans le cadre de leurs analyses techniques, basé sur les baisses et les hausses des valeurs financières) autour de 52, traduit une neutralité du marché, tandis que les moyennes mobiles suggèrent une légère dynamique haussière à court terme, sans conviction à moyen terme.

L'analyse critique du trimestre montre en synthèse que :

- ◇ Les mouvements rapides d'octobre sont en partie techniques, liés aux niveaux de support et de résistance, et non exclusivement à des annonces économiques ou géopolitiques.
- ◇ Le marché semble de plus en plus prudent et sélectif, réagissant moins aux nouvelles ponctuelles et plus à la tendance générale de consolidation.
- ◇ La volatilité a diminué au fil du trimestre, illustrant une phase où le CAC 40 retrouve un équilibre relatif, mais sans réel signal d'accélération ou de reprise robuste.

En conclusion, le T4 2025 du CAC 40 se caractérise par une stabilité relative après un début de trimestre volatil, traduisant une tendance de consolidation. La progression trimestrielle reste modérée, et le marché semble se préparer à une évolution plus structurée en 2026, mais reste sensible aux facteurs externes tels que décisions monétaires, indicateurs économiques et tensions géopolitiques.

Le tableau ci-dessous (source : investing.com) met en évidence l'évolution des indices boursiers de certains pays sur le 4^e trimestre 2025, illustrant la disparité des performances selon les places boursières, avec un ralentissement de certaines progressions par rapport au trimestre précédent, et la très bonne tenue des marchés espagnols:

Évolution des indices boursiers		Rappel
Places boursières	T4 2025	T3 2025
S&P 500	2,0%	7,9%
France - CAC40	2,3%	3,0%
Allemagne – DAX	1,6%	0,9%
Espagne - Ibex 35	11,4%	10,6%
Angleterre - FTSE 100	5,1%	6,4%
Chine – Shanghai Composite	0,9%	12,3%
Italie - FTSE MIB	4,3%	8,6%

INFO NEWS (suite)

2. Les perspectives de croissance du PIB, très variables selon les pays :

Note : Les chiffres définitifs pour le 4^e trimestre 2025 ne sont pas encore publiés. Les données présentées ci-dessus pour le T4 reposent sur les projections de la Banque de France et les acquis de croissance connus à fin T3 2025.

Source : Banque mondiale – Croissance du PIB sur les 13 dernières années (en % annuel).
La courbe bleue représente l'évolution du PIB français, la courbe verte représente l'évolution du PIB mondial



Selon les **projections macroéconomiques de la Banque de France – décembre 2025**, l'activité économique française devrait progresser de **0,9 % en 2025**, après +1,1 % en 2024, soutenue notamment par la production de matériels de transport (aéronautique), avec un mouvement de restockage au premier semestre en anticipation d'exportations très dynamiques au second semestre.

Pour les années suivantes, la Banque de France prévoit une croissance de **1 % en 2026 et 2027** et **1,1 % en 2028**, portée par la consommation des ménages et la reprise de l'investissement privé. Soit un niveau qui reste sous le seuil de l'inflation (cf infra).

Ces niveaux correspondent ainsi à une croissance « molle », marquée par la panne de notre réindustrialisation, et qui se traduit par une difficulté pour dynamiser le marché de l'emploi et rendre soutenable notre modèle social.

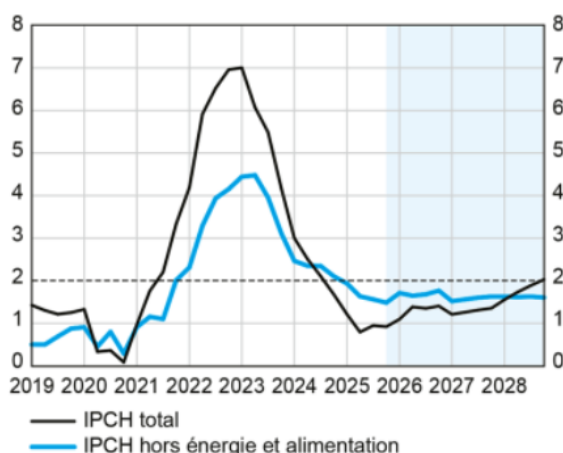
L'emploi resterait ainsi globalement résilient, avec un taux de chômage proche de 7,6 % à fin 2025, une légère hausse transitoire jusqu'en 2026, puis un reflux en 2027. Le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises seraient préservés, tandis que le ratio de **dette publique atteindrait près de 120 % du PIB fin 2028**, malgré un déficit ramené sous 5 %.

INFO NEWS (suite)

3. Taux d'inflation : maintien sous le seuil des 2 % et légère évolution structurelle

Graphique 3 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentation

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Note : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.

Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2025, projections Banque de France sur fond bleuté.

Selon les projections de décembre 2025 de la Banque de France, l'inflation totale, mesurée par l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH), resterait nettement en dessous de 2 % sur tout l'horizon de prévision. Après 2,3 % en 2024, elle atteindrait un point bas à **0.9 % en 2025**, confirmant le reflux déjà observé au T3 et remonterait à 1,3 % en 2026-2027, puis 1,8 % en 2028. Cette baisse actuelle s'explique principalement par le recul marqué des prix de l'énergie consécutif à la baisse des tarifs réglementés de l'électricité et du prix du pétrole. La hausse en 2028 serait liée la hausse des prix de l'énergie liée à l'entrée en vigueur du second marché du carbone européen, ..., dont l'impact reste toutefois incertain

L'inflation hors énergie et alimentation resterait stable par rapport aux projections de septembre 2025, à 1,6 %, ainsi qu'en 2026 et 2027, soutenue par la contribution des services privés (hors services de santé, communication et loyers), puis se stabiliserait à 1,7 % en 2028, en lien avec les prix des services qui retrouverait leur rythme moyen sur longue période. Malgré cette faible inflation, la progression des salaires nominaux resterait supérieure à celle des prix, soutenant la hausse du pouvoir d'achat de la masse salariale à un rythme proche de 1 % par an et favorisant progressivement la reprise de la consommation des ménages.

Dans l'ensemble, l'inflation resterait ainsi durablement contenue,..., tout en restant à un niveau inférieur à la croissance du PIB. Cela permettrait de maintenir la dynamique de pouvoir d'achat et de consommation, tout en laissant la Banque de France et l'Eurosystème suivre un contexte économique marqué par des incertitudes nationales et internationales modérées.

INFO NEWS (suite)

4. Une hausse des taux des OAT 10 ans en fin d'année 2025 :

Évolution des taux OAT 10 ans entre décembre 2024 et décembre 2025



Après une hausse significative au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025, le taux des OAT à 10 ans s'est stabilisé a fortement progressé de mi-novembre à fin décembre 2025, de manière anticipée.

Cette stabilisation à un niveau élevé traduit une prime de risque maintenue sur la dette française dans un contexte de débats politiques persistants autour des finances publiques et d'une dette publique toujours élevée, à 117 % du PIB à la fin du troisième trimestre 2025.

Les tensions politiques internes, notamment autour de la mise en œuvre du budget 2025, et des incertitudes macroéconomiques pèsent sur la perception du risque souverain. Par ailleurs, l'environnement international reste marqué par des politiques monétaires prudentes et des risques géopolitiques, contribuant à maintenir les taux sur des niveaux élevés.

La courbe des taux redevient progressivement normale, après avoir été « écrasée » pendant plusieurs années, et que nous ayons même connue une inversion de la courbe des taux.

Le tableau ci-dessous met en évidence le taux des OAT 10 ans pour plusieurs pays.

Au quatrième trimestre 2025, le spread entre l'OAT 10 ans et le Bund allemand 10 ans est resté à des niveaux élevés, oscillant entre 81,5 points de base début octobre et environ 71,6 points de base en décembre.

Ce différentiel reflète la prime de risque exigée par les investisseurs face aux incertitudes budgétaire et politiques françaises. Sur la même période, le taux Bund a évolué de 2,713 % début octobre à une moyenne de 2,839 % en décembre, tandis que le taux OAT est resté stable aux alentours de 3,55 %.

Taux OAT 10 ans			
Zone géographique	2023	2024	2025
Europe	3,27%	2,98%	3,14%
France	3,01%	2,97%	3,37%
Allemagne	2,45%	2,34%	2,64%
Etats-Unis	3,94%	4,20%	4,29%

*** Taux moyen basé sur 19 pays de la zone euro, source : FRED*

Source: Banque de France, US Department of the Treasury, Trading Economics

Comme indiqué ci-dessus il est difficile d'avoir une tendance, entre :

- L'évolution des taux sans risque : ceux-ci auraient dû progresser pour suivre l'augmentation du risque lié aux dettes souveraines. Toutefois, l'évolution des taux OAT ne reflète pas pleinement cette hausse, ces derniers restant proche des niveaux observés après la crise des subprimes de 2008. Les variations des primes de risque de marché ont globalement compensé les mouvements des taux sans risque, conduisant à des TRI de marché relativement stables sur la période, malgré une exposition accrue aux risques des entreprises. Cette dynamique est l'une des causes implicites d'une inflation générale de la valeur des entreprises ;
- L'évolution des taux OAT qui ne s'aligne pas toujours avec celle des placements sans risques (CAT, Livret A, etc.), dont les rendements ont chuté environ de moitié au premier semestre 2025, baisse qui se poursuit au début du second semestre ;
- Des pressions contradictoires sur les taux : certaines politiques, notamment américaines, favorisent généralement une baisse des taux pour soutenir les marchés, tandis que les banques centrales attendent des données économiques plus stables (inflation, emploi, etc.) avant de prendre position.

L'histoire a montré que les amplitudes de variation des taux peuvent être très importantes et la période récente ne déroge pas à cette règle.

INFO NEWS (suite)

5. Indice Argos (T3 2025) - PME non cotées :

L'indice (qui reflète davantage les niveaux de prix que les valeurs intrinsèques) marque un nouveau repli à 8,3x l'EBITDA au 4^{ème} trimestre 2025, après s'être établi à 8,7 au T3 2025, et 9,8x au T4 2024, (contre 9,0x fin 2023 et 9,9x fin 2022).

Indice Argos Mid-Market

Evolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois glissants

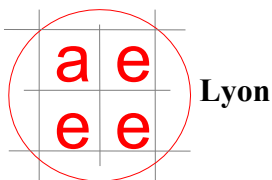


Source : Epsilon Research / Mid-market Argos Index®

Rappelons que les pics de valorisation au-dessus de 11x l'EBITDA n'étaient pas représentatifs d'un niveau de valorisation « normal », car ils étaient influencés par un effet de mix, en lien avec le poids relatif de certains secteurs dans les transactions.

L'indice a atteint au 4^{ème} trimestre 2025 son niveau le plus bas depuis le 1^{er} semestre 2014. La baisse est particulièrement sensible sur les tranches de valorisation plus élevées (-22%) alors que les valorisations sur les tranches plus basses sont restées stables.

De même, le repli s'est accentué sur les multiples payés par les fonds d'investissement (à 8,7X l'EBITDA), alors que les multiples payés par les acquéreurs stratégiques se sont stabilisés à 7,7X l'EBITDA.



La part des transactions réalisées avec un multiple supérieur à 15X l'EBITDA a représenté un point bas à 7%, alors que la part des transactions réalisées avec un multiple inférieur à 7X s'est élevé à 27%.

Les impacts du rebond de l'activité M&A mid-market dans la zone euro, constaté sur le 2nd semestre 2025 (+30% par rapport au premier semestre), seront à suivre en 2026.

Comme indiqué dans la précédente lettre, il convient de faire preuve de prudence :

- dans l'interprétation des indices, qui doivent rester indicatifs et non prescriptifs ;
- dans l'analyse des variations des multiples médians, fortement influencées par un effet de mix sectoriel (avec notamment des hausses ponctuelles dans certains secteurs plus résilients) ;
- dans l'usage des méthodes analogiques, en veillant à la comparabilité effective des transactions retenues. Depuis 2020, les transactions véritablement comparables se raréfient, et les écarts sectoriels s'accroissent (résilience hétérogène, capacités d'adaptation, profils financiers divergents...).

INFO NEWS (suite)

⇒ Alphabet approche les 4 mds de \$ de capitalisation :

Alphabet, la maison mère de Google, approche les 4 000 mds de \$ de capitalisation boursière mi janvier 2026 grâce à ses puces,..., dans un contexte de volatilité très forte.

⇒ Amazone s'offre des nouveaux records en bourse en 2025 :

Amazone a la côte auprès des marchés, après avoir signé un accord de 38 mds\$ sur 7 ans avec Open AI pour accélérer la croissance de l'activité cloud. Cet accord est limité par rapport aux accords de 300 mds signés entre Open AI et Oracle, ou encore de 250 mds\$ avec Microsoft !!!

Pour autant, le cours a dévissé début février 2026 de près de 10%, sanctionné par les investissements pharaoniques annoncés dans l'IA, et les 2 groupes UPS et Amazone ont annoncé la suppression de 60 000 postes en 2026.

⇒ Croissance timide en Allemagne :

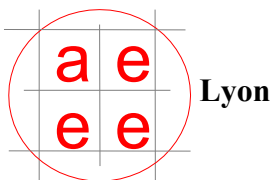
L'Allemagne a retrouvé un peu de croissance en 2025, après 2 années consécutives de baisse, liées notamment à la crise énergétique qui a suivi la guerre en Ukraine,..., et ce et malgré la persistance de la crise industrielle, qui touche notamment les acteurs de l'automobile.

Avec un taux de croissance attendu de 0,2% en 2025, l'Allemagne reste loin de ses niveaux historiques. Pour autant, c'est un signal important pour le moteur économique de l'Europe, dont le modèle repose principalement sur l'industrie et l'exportation.

Le taux de chômage s'est stabilisé, mais à un niveau qui a atteint les 6%.

⇒ Une exposition plus faible de la France aux tarifs douaniers que d'autres pays européens :

Il semble que, bien que certains secteurs soient très touchés, et que l'économie française souffre de la politique menée par le Président américain, l'exposition générale de la France aux tarifs douaniers américains soit plus faible que ce qui était prévue sur le 1^{er} semestre 2025, avec des taux dans certains secteurs inférieurs aux 15% attendus. Pour autant, cela reste une inquiétude forte des chefs d'entreprise, compte tenu de l'imprévisibilité et de la volatilité des annonces du Président américain.



⇒ Un cap du nombre de faillites atteint en 2025 :

Le nombre de faillites en France a atteint un record en France en 2025, en franchissant le cap des 68 600 procédures collectives.

⇒ Une année record attendue pour les introductions en bourse en 2026 :

Après une année 2021 historique (avec 469 mds\$ de fonds levés lors d'introductions en bourse dans le monde), et des années 2022 et 2023 en forte baisse, plusieurs entreprises prévoient de s'introduire en bourse en 2026, avec des niveaux de valorisations stratosphériques (entre autres : SpaceX, Open AI, et Anthropic, qui visent des niveaux de valorisation respectivement de 1 500 mds \$, 500 mds \$ et 180 mds \$!!!!

On est loin de la précédente plus forte introduction en bourse (Alibaba) qui avait mis sur le marché 25 mds de parts en 2014.

C'est un signe de changement de stratégie pour certaines start-up qui préféreraient dans certains cas lever des fonds sur les marchés privés.

⇒ Inquiétude des marchés au regard des investissements colossaux et de la faible rentabilité de l'IA. Oracle en a payé les conséquences fin 2025 :

La baisse de 400 mds \$ de la capitalisation boursière en 4 mois d'Oracle traduit l'inquiétude des marchés et la crainte d'une bulle de l'IA. Mais d'autres acteurs du secteur ont également connu une forte baisse.

Besoin en fonds de roulement (BFR) et dettes opérationnelles ; enjeux et points d'attention pour l'évaluateur

Hughes de NORAY

*Associé Advolis Orfis
Membre d'A3E*

Dans le domaine de l'évaluation d'entreprise, la compréhension fine des dettes opérationnelles et leur articulation avec le besoin en fonds de roulement (BFR) constituent un enjeu central.

Ces éléments, souvent perçus comme des aspects techniques mineurs, sont en réalité des leviers précieux pour appréhender le modèle économique, la situation financière d'une entreprise et sa valorisation.

Pourquoi ? Parce que ces analyses garantissent la parfaite séparation des flux de trésorerie rattachés à la valeur d'entreprise, la modélisation des variations de BFR, et la pertinence de la définition de l'endettement financier ?

Un exemple ? Qui n'a jamais observé une variation de BFR très significative dans la première année de flux de trésorerie d'un DCF ?

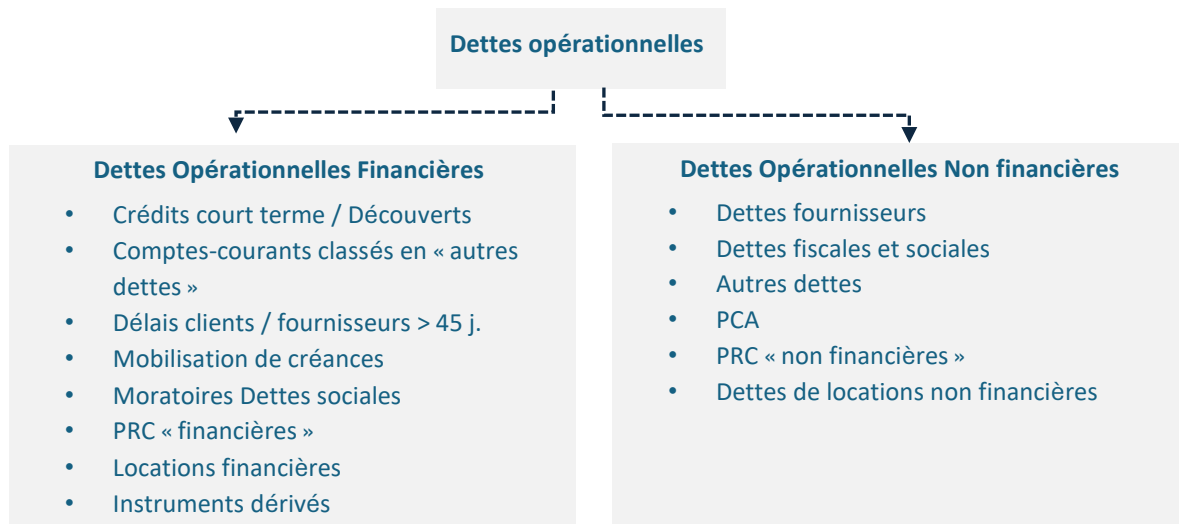
Comprendre les dettes opérationnelles : une définition clé

Les dettes opérationnelles regroupent les engagements financiers ou non financiers liés aux activités courantes de l'entreprise, généralement à court terme.

Sont-elles équivalentes au passif circulant ? Non, les dettes opérationnelles relèvent de l'analyse financière et non d'une revue comptable.

D'abord, il convient d'écarter les éléments hors exploitation (dettes sur immobilisations, Participations, activités destinées à la cession, etc.).

Ensuite, il est d'usage de distinguer les dettes opérationnelles financières et non financières avec la volonté de chercher le financier « caché » ou les éléments non-récurrents.



Dans cet exercice, l'évaluateur va également s'interroger sur des engagements hors bilan (mobilisation de créances par exemple), voire des passifs éventuels (litiges, engagements de remise en état, etc.) pour cerner le périmètre des flux, présents ou non dans les comptes, qui doivent être rattachés soit à une exploitation opérationnelle courante, soit à des éléments de l'endettement financier net.

➤ Une mise en œuvre exigeante

Si la théorie pose un cadre clair et logique, la pratique de l'évaluateur exige des qualités professionnelles certaines.

En effet, ces analyses sont d'abord tributaires de la qualité comptable des entités évaluées. Par exemple la comptabilisation distincte des dettes sur immobilisations ou la pertinence du suivi analytique de la performance et de la trésorerie.

Ensuite, les sources d'information utiles, comme les rapports de due diligences, nécessitent un temps d'appropriation pour retenir, ou pas, des analyses sur la performance normative ou des ajustements de dette financière nette.

Enfin, l'exercice du jugement est indispensable pour arbitrer sur des sujets aussi courants que :

- des produits constatés d'avance d'une entreprise de presse,
- des comptes de trésorerie bloquée,
- des litiges « courants »,
- des dépôts de franchisés,
- des primes « exceptionnelles » de fin d'année,
- la pertinence d'une règle de dépréciation de stocks,
- les engagements liés aux indemnités de départ à la retraite ,
- Etc.

Une fois l'analyse menée, le retournement de BFR observé lors de la première année d'un DCF est dépollué de tout élément non explicable, la trésorerie de référence prise en compte dans l'endettement financier net a été ajustée en cohérence avec le BFR de référence.

...Et l'évaluateur détient les clés d'une analyse prospective d'éventuelles modifications futures des conditions d'exploitation et donc des variations futures de BFR (changement prévisible de conditions contractuelles, évolution du mix d'activité ou du poids du BFR lié aux frais généraux, etc.).

➤ **Cibler en fonction des contextes**

L'évaluation d'une entreprise requiert toujours une analyse adaptée à son contexte spécifique. Or l'analyse détaillée des dettes opérationnelles peut être fortement consommatrice de temps; alors que certains impacts qui en résultent peuvent s'avérer limités. Plutôt que d'abandonner ces analyses, une approche ciblée permet d'être plus efficace.

Par exemple, dans le cas d'entreprises peu capitalistiques, il est souvent inutile de distinguer le BFR lié aux immobilisations, tandis que dans un contexte transactionnel, une attention particulière doit être portée aux BFR non récurrents, souvent utilisés pour optimiser artificiellement la valeur d'entreprise.

Les tensions de trésorerie représentent un autre cas critique. Un BFR financier significatif peut remettre en cause la pertinence d'un modèle basé sur les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires (FCFF), en raison de l'instabilité de la structure de financement. De même, les entreprises exposées à des risques environnementaux ou à des engagements contractuels complexes nécessitent une analyse approfondie des passifs éventuels et des engagements hors bilan.

L'évaluateur doit également tenir compte des enjeux sociaux, notamment dans les entreprises à effectifs importants. Les politiques de rémunération, les engagements sociaux à long terme, comme les indemnités de départ à la retraite, ou encore les primes exceptionnelles, peuvent avoir un impact significatif sur les flux de trésorerie futurs. Enfin, dans les structures où les dirigeants et actionnaires sont fortement intriqués, les transactions entre parties liées doivent être examinées avec soin pour éviter toute distorsion dans l'évaluation.

En somme, l'évaluateur doit ajuster son approche en fonction des spécificités de chaque entreprise, en identifiant les éléments récurrents et non récurrents, tout en tenant compte des particularités sectorielles et contextuelles. Cette démarche garantit une évaluation plus précise et pertinente.

➤ **Cas d'application**

Le cas oppose une évaluation réalisée [vue 1] d'après les données comptables brutes et [vue 2] d'après des données ajustées par un évaluateur qui a analysé les dettes opérationnelles.

La société Retors, fortement capitalistique, a connu un exercice 2024 marqué par un recul de l'activité de -30%. L'analyse est que cette situation est purement conjoncturelle : le CA a vocation à croître dès N+1.

Le niveau des investissements a été historiquement trop faible : un plan pluriannuel ambitieux a été engagé dès le second semestre N-1.

Vue 1 - Données comptables prises en compte sans analyse

DCF												
En k€	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Normatif
Chiffre d'affaires total	5 362	7 145	9 440	10 812	12 204	12 959	14 189	15 230	16 020	17 847	18 668	19 041
Taux de croissance du C.A	-30,9%	33,3%	32,1%	14,5%	12,9%	6,2%	9,5%	7,3%	5,2%	11,4%	4,6%	2,0%
EBITDAR	(1 473)	1 227	2 455	3 596	4 734	5 075	5 764	6 394	6 772	7 734	8 117	8 445
Taux de marge d'EBITDAR	-27,5%	17,2%	26,0%	33,3%	38,8%	39,2%	40,6%	42,0%	42,3%	43,3%	43,5%	44,4%
Loyers	(436)	(600)	(600)	(649)	(732)	(778)	(851)	(914)	(961)	(1 071)	(1 120)	(1 120)
EBITDA	(1 909)	627	1 855	2 947	4 002	4 298	4 913	5 480	5 811	6 663	6 997	7 325
Taux de marge d'EBITDA	-35,6%	8,8%	19,7%	27,3%	32,8%	33,2%	34,6%	36,0%	36,3%	37,3%	37,5%	38,5%
D&A en % du C.A	(2 661)	(2 811)	(3 111)	(3 436)	(3 886)	(4 211)	(4 361)	(4 511)	(4 611)	(4 811)	(4 986)	(2 350)
	-49,6%	-39,3%	-33,0%	-31,8%	-31,8%	-32,5%	-30,7%	-29,6%	-28,8%	-27,0%	-26,7%	-12,3%
EBIT	(4 571)	(2 184)	(1 256)	(489)	116	87	551	969	1 199	1 851	2 011	4 975
Taux de marge d'EBIT	-85,2%	-30,6%	-13,3%	-4,5%	0,9%	0,7%	3,9%	6,4%	7,5%	10,4%	10,8%	26,1%
IS théorique après imputation du déficit reportable	-	-	-	-	-	-	-	-	(24,9)	(106,4)	(126,4)	(496,9)
Flux après impôt théorique		(2 184)	(1 256)	(489)	116	87	551	969	1 174	1 745	1 885	4 478
Réintégration des dotations aux amortissements		2 811	3 111	3 436	3 886	4 211	4 361	4 511	4 611	4 811	4 986	2 350
Investissement		(3 000)	(3 000)	(3 500)	(5 500)	(1 000)	(2 000)	(1 000)	(1 000)	(3 000)	(500)	(2 350)
BFR	(3 551)	(724)	(957)	(1 096)	(1 237)	(1 314)	(1 438)	(1 544)	(1 624)	(1 809)	(1 892)	(1 930)
Variation de BFR		(2 827)	233	139	141	77	125	106	80	185	83	38
Free cash flow		(3 700)	(912)	(164)	(357)	1 124	3 537	4 086	4 866	4 741	5 204	4 516
Période d'actualisation		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	10,00
Coefficient d'actualisation		0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,46
FCF actualisés		(3 426)	(782)	(130)	(262)	765	2 229	2 384	2 629	2 372	2 411	2 092
Somme des FCF actualisés 2021-2030	19%	8 189										
Valeur terminale		75 270										
Valeur terminale actualisée	81%	34 864										
Valeur d'entreprise	100%	43 054										
Endettement net au 31/12/N		(38 179)										
Trésorerie		3 500										
Dettes financières comptables		(41 679)										
Valeur des capitaux propres		4 875										

Vue 2 – Données comptables ajustées après analyses

Les analyses de l'évaluateur sont listées dans le tableau ci-dessous :

	31/12/N	Prise en compte par l'évaluateur (Vue 2)
Trésor. de référence : normative, soit impact VS 31/12	+1,787 m€	- prise en compte de la trésorerie réelle (en absence de connaissance du BFR normatif)
BFR de référence : "réel" 31/12/N		- Ok cohérent, sous réserve des ajustements ci-dessous
BFR prévisionnel selon %CA observé sur les comparables (Diane moy. 5 ans)		- cohérence à valider après ajustements du BFR
Dette sur Immo	3 m€	- ajustement BFR et EFN 31/12/N (hors-exploitation)
Capex prévisionnels : date réalisation en 11/N. Décaissement à 50% sur l'exercice		- ajustement capex prévisionnels pour tenir compte BFRs/immos
Crédit-vendeur une cession 2022 - échu en N+1	0,5 m€	- ajustement de l'EFN
dt risque de recouvrabilité 50%		- ajustement du montant prévisionnel à 50%
Prime 2024 (décaissée à 125% en N+1)	0,2 m€	- retournement de BFR ponctuel N-1
		- ajustement des charges prévisionnelles de personnel ? Oui à 50%, les prévisions sont encore inférieures au décaissement N+1. Soit une charge de -25 k€/an
IDR mentionné en annexe	3,5 m€	- ajustement de l'EFN
Dont montant de charge annuelle usuelle	0,08 m€	- diminution des charges prévisionnelles de personnel

Les ajustements de BFR se décomposent de la façon suivante :

BFR
BFR en jour de CA
Moyenne BFR en jours de CA (Diane moy. 5 ans)

(597,7)
-41 j.
-37 j.

Ok cohérence BFR retraité avec le secteur. Hypothèse prévisionnelle acceptable

DCF												
En k€	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Normatif
Chiffre d'affaires total	5 362	7 145	9 440	10 812	12 204	12 959	14 189	15 230	16 020	17 847	18 668	19 041
Taux de croissance du C.A	-30,9%	33,3%	32,1%	14,5%	12,9%	6,2%	9,5%	7,3%	5,2%	11,4%	4,6%	2,0%
Masse salariale	(2 198)	(2 783)	(2 783)	(2 825)	(3 234)	(3 434)	(3 760)	(4 036)	(4 245)	(4 729)	(4 947)	(4 947)
Ajustement charge IDR annuelle IDR		80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Ajustement primes & bonus		(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)
EBITDAR	(1 474)	1 282	2 510	3 651	4 789	5 130	5 819	6 449	6 826	7 788	8 172	8 500
Taux de marge d'EBITDAR	-27,5%	17,9%	26,6%	33,8%	39,2%	39,6%	41,0%	42,3%	42,6%	43,6%	43,8%	44,6%
Loyers	(436)	(600)	(600)	(649)	(732)	(778)	(851)	(914)	(961)	(1 071)	(1 120)	(1 120)
EBITDA	(1 910)	682	1 910	3 002	4 057	4 353	4 967	5 535	5 865	6 717	7 052	7 380
Taux de marge d'EBITDA	-35,6%	9,5%	20,2%	27,8%	33,2%	33,6%	35,0%	36,3%	36,6%	37,6%	37,8%	38,8%
D&A en % du C.A	(2 661)	(2 811)	(3 111)	(3 436)	(3 886)	(4 211)	(4 361)	(4 511)	(4 611)	(4 811)	(4 986)	(2 350)
	-49,6%	-39,3%	-33,0%	-31,8%	-31,8%	-32,5%	-30,7%	-29,6%	-28,8%	-27,0%	-26,7%	-12,3%
EBIT	(4 571)	(2 130)	(1 201)	(434)	171	141	606	1 024	1 254	1 906	2 066	5 030
Taux de marge d'EBIT	-85,3%	-29,8%	-12,7%	-4,0%	1,4%	1,1%	4,3%	6,7%	7,8%	10,7%	11,1%	26,4%
IS théorique après imputation du déficit reportable		-	-	-	-	-	-	(3,0)	(31,8)	(113,3)	(133,2)	(503,7)
Flux après impôt théorique		(2 130)	(1 201)	(434)	171	141	606	1 021	1 222	1 793	1 933	4 526
Réintégration des dotations aux amortissements		2 811	3 111	3 436	3 886	4 211	4 361	4 511	4 611	4 811	4 986	2 350
Investissement		(3 000)	(3 000)	(3 500)	(5 500)	(1 000)	(2 000)	(1 000)	(1 000)	(3 000)	(500)	(2 350)
Ajust. var BFR immos		1 500	-	250	1 000	(2 250)	500	(500)	-	1 000	(1 250)	
BFR	(598)	(724)	(957)	(1 096)	(1 237)	(1 314)	(1 438)	(1 544)	(1 624)	(1 809)	(1 892)	(1 930)
Variation de BFR		127	233	139	141	77	125	106	80	185	83	38
Free cash flow		(692)	(858)	(109)	(302)	1 179	3 592	4 138	4 914	4 789	5 252	4 564
Période d'actualisation		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	10,00
Coefficient d'actualisation		0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,46
FCF actualisés		(641)	(735)	(86)	(222)	802	2 264	2 414	2 655	2 396	2 433	2 114
Somme des FCF actualisés 2021-2030	24%	11 279										
Valeur terminale		76 068										
Valeur terminale actualisée	76%	35 234										
Valeur d'entreprise	100%	46 513										
Endettement net au 31/12/N		(46 420)										
Trésorerie		1 713	Réel 31/12/N									
Dettes financières comptables		(41 679)										
Dettes hors exploitation (Immobilisations)		(3 000)	Ajust. BFR									
Dettes IDR		(3 500)	Provient de l'annexe.									
Crédit-vendeur actualisé & ajusté		93	Ajust. BFR									
Primes sous-évaluées N+1 (actualisées)		(46)	Ajust. BFR									
Valeur des capitaux propres		94										

Comment préparer son entreprise pour optimiser sa valorisation dans le cadre d'un LBO ?

Benoît NOWACZYK

Associé Advolis Orfis

Membre d'A3E

Dans une opération de LBO, la valorisation est rarement le résultat mécanique de l'application d'un multiple à un agrégat, principalement l'EBITDA, considéré comme normatif.

Elle reflète la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie prévisibles, à supporter un levier financier et à offrir une trajectoire de création de valeur crédible.

À ce titre, l'évaluateur se situe à un point d'observation privilégié : il analyse comment le discours du dirigeant se traduit — ou non — en hypothèses financières par l'investisseur.

Avec le recul des dossiers, certains facteurs apparaissent récurrents dans les entreprises qui se valorisent le mieux en LBO. La performance financière est nécessaire, mais elle est loin d'être suffisante.

1. La récurrence du chiffre d'affaires est l'un des premiers moteurs de valorisation

Dans un contexte LBO, la récurrence du chiffre d'affaires constitue un avantage compétitif certain.

Elle apporte une visibilité directe sur les flux futurs, réduit le risque opérationnel perçu et permet aux investisseurs comme aux prêteurs de raisonner sur des hypothèses moins risquées. Abonnements, contrats pluriannuels, revenus de maintenance, bases clients fidèles avec un taux de *churn* maîtrisé : autant d'éléments qui sécurisent la trajectoire de chiffre d'affaires et, par conséquent, la capacité de service de la dette.

Du point de vue de l'évaluateur, cette récurrence se traduit d'abord par une meilleure lisibilité des cash-flows. Il peut alors raisonner sur des trajectoires de chiffre d'affaires et de marges plus continues, avec un recours limité à des hypothèses de croissance pouvant être considérées comme peu fiables.

Cette visibilité facilite la construction de scénarios financiers cohérents et réduit la dispersion des valeurs obtenues selon les méthodes retenues.

La récurrence des revenus implique également une sensibilité limitée aux scénarios dégradés. Dans un modèle récurrent, les chocs conjoncturels ou les aléas commerciaux ont généralement un impact progressif plutôt qu'immédiat sur l'activité. Les pertes de clients s'observent dans le temps, les renégociations de contrats sont anticipables et les mécanismes de renouvellement amortissent les retournements de cycle.

Pour l'évaluateur, cela se traduit par des scénarios de stress moins sévères, tant en termes de chiffre d'affaires que de génération de cash, ce qui renforce la soutenabilité de la valeur dans des hypothèses prudentes.

Enfin, cette visibilité accrue conduit souvent à une tolérance plus élevée au levier financier. Des cash-flows récurrents et prévisibles sécurisent le service de la dette et réduisent le risque de défaut perçu par les prêteurs, ce qui est indéniablement un avantage lorsqu'une opération de LBO est en préparation.

Dans ce contexte, l'évaluateur observe fréquemment que les structures de financement intègrent des niveaux d'endettement plus élevés, à ratios de couverture équivalents. Cette capacité à supporter davantage de dette augmente mécaniquement la valeur d'entreprise mobilisable dans une opération de LBO, à condition que la récurrence soit durable et correctement documentée.

Pour le dirigeant, l'enjeu n'est donc pas uniquement de disposer de revenus récurrents, mais d'être en mesure de les démontrer et de les documenter : historique de renouvellement, taux de churn, durée moyenne des contrats, contribution à la marge. Une récurrence mal mesurée est, dans les faits, une récurrence mal valorisée.

2. Un EBITDA « propre » et récurrent vaut plus qu'un EBITDA optimisé

La qualité de l'EBITDA reste un pilier central de la valorisation, mais elle est indissociable de la nature du chiffre d'affaires sous-jacent. Un EBITDA élevé issu d'une activité volatile ou opportuniste sera systématiquement analysé avec prudence.

Les investisseurs privilégient une performance récurrente, normalisée et cohérente avec l'historique, même si son niveau est plus modéré. À l'inverse, des retraitements agressifs ou une dépendance à des effets exceptionnels fragilisent la base de valorisation.

L'évaluateur cherche avant tout à identifier l'EBITDA réellement finançable, c'est-à-dire celui qui pourra être maintenu sur la durée du LBO. La combinaison d'un EBITDA récurrent et d'un chiffre d'affaires lui-même récurrent constitue, dans ce cadre, l'un des profils les plus recherchés.

3. La génération de cash est renforcée par la prévisibilité des revenus

La récurrence du chiffre d'affaires a un impact direct sur la génération de cash. Elle facilite le pilotage du besoin en fonds de roulement, limite les à-coups de trésorerie et améliore la capacité de projection financière.

Dans un LBO, cette visibilité est déterminante car elle conditionne en premier lieu le niveau de dette initialement mobilisable. Plus les cash-flows sont prévisibles, plus les investisseurs et les prêteurs peuvent calibrer le levier sur la base d'hypothèses robustes, en s'appuyant sur des ratios de couverture durables.

À l'inverse, lorsque la génération de trésorerie est volatile ou difficilement anticipable, la dette est mécaniquement plafonnée, indépendamment du niveau ponctuel de performance. Du point de vue de l'évaluateur, cette contrainte se traduit directement dans les scénarios LBO par une capacité d'endettement plus limitée et, par conséquent, par une valeur d'entreprise plus faible.

Cette visibilité influence également la flexibilité financière post-acquisition. Un business doté de flux récurrents permet de mieux absorber les aléas opérationnels, d'anticiper les besoins de trésorerie et de préserver des marges de manœuvre pour financer la croissance, qu'elle soit organique ou externe. À l'inverse, une faible visibilité réduit rapidement cette flexibilité et accroît le risque de tensions financières en cas d'écart au plan.

Enfin, la visibilité des cash-flows est un facteur clé de crédibilité du scénario de désendettement.

Dans un LBO, la création de valeur repose en grande partie sur la capacité à réduire progressivement le levier par la génération de cash. Lorsque les flux sont récurrents et bien documentés, la trajectoire de désendettement apparaît plus réaliste et plus facilement vérifiable. À l'inverse, un désendettement reposant principalement sur des projections incertaines fragilise l'ensemble de l'équation de valorisation.

4. Des perspectives clairement identifiées valent plus qu'une croissance espérée

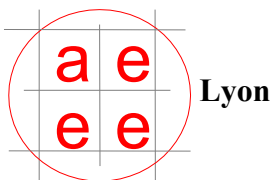
Si la récurrence constitue un « *must have* », les perspectives de développement restent évidemment un levier de création de valeur. Toutefois, dans une opération de LBO, toutes les perspectives ne se valent pas.

Les investisseurs accordent une prime aux trajectoires clairement identifiées, fondées sur des moteurs de croissance explicites et compréhensibles. Une trajectoire lisible repose sur des leviers clairement nommés — extension d'une offre existante, déploiement géographique progressif, montée en gamme auprès d'une base clients déjà constituée — plutôt que sur des hypothèses générales de croissance du marché ou qui reposent sur des activités en création ou sur des marchés en devenir.

Du point de vue de l'évaluateur, cette clarté facilite l'analyse de la contribution réelle de chaque levier à la création de valeur.

Ces trajectoires doivent également être mesurables, condition indispensable pour qu'elles soient intégrées dans une valorisation. Les investisseurs privilégient les plans appuyés sur des indicateurs concrets : taux de transformation d'un pipeline commercial, revenus déjà sécurisés, marges observées sur des activités comparables ou historique de croissance sur des segments existants.

Une perspective qui ne peut être traduite en hypothèses chiffrées et suivies dans le temps reste peu voire pas valorisée.



Enfin, les trajectoires les mieux valorisées sont celles qui sont compatibles avec l'organisation existante.

Une croissance qui suppose une transformation profonde des équipes, des systèmes ou des processus opérationnels accroît mécaniquement le risque d'exécution.

À l'inverse, des leviers activables par le management en place, sans rupture organisationnelle majeure, sont perçus comme plus crédibles et donc mieux valorisés.

Du point de vue de l'évaluateur, la question n'est pas tant l'ambition du plan que sa probabilité d'exécution. Les perspectives intégrables dans un modèle financier sans hypothèses excessivement volontaristes ont un impact réel sur la valeur ; les autres restent, au mieux, des options gratuites.

5. La lisibilité du modèle apprécie la valorisation plus efficacement que l'optimisme

Récurrence des revenus et perspectives mesurables concourent à un même objectif : réduire l'incertitude. Or, en LBO, la réduction du risque perçu a souvent un effet plus favorable sur la valorisation que l'amélioration marginale de la performance.

Pour le dirigeant, préparer l'entreprise à une telle opération consiste moins à embellir le discours qu'à structurer, mesurer et rendre lisibles les fondamentaux du business.

Pour l'investisseur, cette lisibilité conditionne le levier mobilisable et le rendement attendu.

Pour l'évaluateur, elle constitue le socle d'une valorisation soutenable.

C'est dans cette convergence des regards que se crée, concrètement, la valeur.

Analyse des risques de crise et conséquence pour nos pratiques d'évaluation

Eddy BLOY
Vice Président A3E

Avertissement : cet article a été rédigé au quatrième trimestre 2025. Les chiffres ont évolué depuis. Nous avons modifié certaines données mais pas l'intégralité dans la mesure où les configurations actuelles n'ont pas significativement évolué depuis notre rédaction initiale si l'on s'en tient à notre perspective qui est celle de l'analyse du risque.

L'analyse qui va suivre a pour objectif de cerner les risques financiers qui environnent notre pratique et de rappeler les contraintes et les obligations qu'ils nous imposent.

Je parlerai souvent à la première personne pour indiquer que, par-delà des éléments factuels que je propose à votre attention, j'exprime des opinions qui me sont propres et nullement des vérités scientifiques auxquelles tout un chacun se doit de souscrire et mes positions n'engagent pas l'A3E en tant que telle.

Je voudrais articuler mon propos autour de trois points :

- *tout d'abord pointer des chiffres de valorisations qui donnent, à proprement parler, le vertige. Je voudrais également dans le même élan de chiffrage signaler quelques grandeurs concernant tant l'endettement mondial que français ;*
- *ensuite analyser des risques évidents qui se font jour et dont les chiffres ne sont qu'une manifestation symptomatique ;*
- *enfin interroger nos pratiques dans un contexte aussi bousculé qu'inattendu.*

1. Des chiffres qui défient l'entendement et dont on ne peut juger de la pertinence

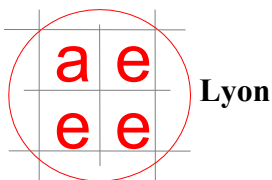
- les valorisations des marchés vs les valorisations du private equity

Des capitalisations à plus de 1000 milliards : invraisemblables si l'on remonte deux ou trois ans dans le passé, elles sont pourtant rentrées dans le paysage financier.

Nvidia pèse 4 800 milliards de dollars, soit 3 788 milliards d'euros. L'action a pris 230% en 2023 et 200% en 2024, tout cela avec un chiffre d'affaires de 130 milliards en 2024. Le PIB français, cette même année, est de 3162 milliards d'euros !

Nvidia, Microsoft, Apple, Google, Amazon capitalisent à elles seules de l'ordre de 17 500 milliards de dollars.

En 2023, le PIB total du continent africain représentait environ 3 000 milliards de dollars !



Certes on peut objecter que rapporter un stock de valeurs à des flux de création de richesse ne fait pas forcément sens, mais je crois à la vertu des comparaisons quand il s'agit de mesurer la portée des ordres de grandeurs.

Pourquoi est-on en droit de s'interroger sur de telles valeurs ?

Repartons de l'exemple de Nvidia. **Au 10 novembre 2025, le PER de cette société est de 65.** Pour porter un jugement sur un tel niveau, on peut faire appel au modèle de base de Gordon-Shapiro.

Sachant que le taux de distribution dans ce cas est négligeable, le multiple est l'inverse de l'écart entre le coût des capitaux propres et le taux de croissance à long terme des bénéfices. Retenons un coût des capitaux propres fondé sur le rendement de l'Ishares Nasdaq 100, 10 ans, soit, en arrondissant, 18%.

On peut se poser la question de savoir quel taux de croissance à long terme doit être affecté aux bénéfices pour justifier ce PER. Le résultat est fourni par la relation suivante :

$$65 = 1 / (0,18 - g)$$

Où g représente le taux de croissance à long terme. Il en résulte que :

$$g = 11,7 - 1/65 = 16,46\%$$

Cette valorisation exige un taux de croissance de 16,5% sur une période de long terme.

En pratique, avec un coût des capitaux propres à 18%, on peut considérer qu'au-delà de 15 ans l'horizon n'a plus aucun intérêt.

La question est donc de savoir si Nvidia peut maintenir une telle croissance de ses bénéfices pendant au minimum 15 ans. Ce taux exige un doublement des bénéfices tous les 4 ans pendant toute la période. On ne peut écarter une telle possibilité dans un horizon de moyen terme (les rythmes peuvent même être beaucoup plus vertigineux), mais je m'interroge néanmoins sur le caractère réaliste de cette anticipation.

Par ailleurs, même si les 16,5% peuvent être atteints, en moyenne sur une longue période, il est fort peu probable qu'ils le soient de façon régulière, des périodes de stagnation et/ou de régression peuvent succéder à de fortes croissances.

Les périodes « sans » sont de nature à semer le doute chez les investisseurs. Plus l'écart entre le requis et le raisonnablement possible s'agrandit plus la valorisation est sensible aux éléments de risques susceptibles de remettre en cause le modèle d'affaires. Or, ces éléments sont actuellement significatifs.

Considérons maintenant le paysage de façon un peu plus général. Le NASDAQ affiche un PER moyen de 30, avec une pointe à 46 en janvier 2024 tandis que le S&P 500 révèle un PER moyen de 25 alors que cet indicateur, dans des périodes passées était de l'ordre de 17.

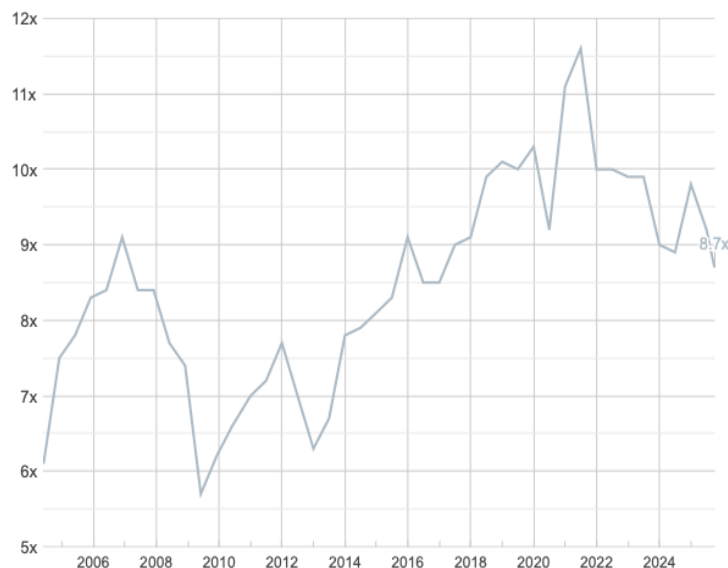
Mais, nous n'échappons pas à cette envolée des prix puisque le CAC affiche un PER de 23 alors que vers les années 2010-2015 nous étions plus près de 15. Bien évidemment, il faut se méfier de ces moyennes qui ne reflètent pas la situation de l'ensemble des entreprises cotées, car elles sont entraînées vers le haut par les grosses capitalisations localisées, entre autres, dans le secteur de la tech.

Cependant, on ne peut se départir d'un sentiment, largement partagé, de déconnexion de l'économie. Les primes de risque, de toute évidence, ne traduisent pas les menaces qui pèsent sur le monde tant du point de vue économique que géopolitique.

Si l'on se tourne du côté du private equity, les valorisations apparaissent un peu plus raisonnables, tant dans leur niveau que dans leur évolution, comme l'indique le graphique suivant.

Indice Argos Mid-Market

Evolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois glissants



Source : Epsilon Research / Mid-market Argos Index®

Après une croissance régulière de juin 2009 à juin 2021, soit 12 ans de croissance, le multiple d'EBITDA a plongé assez brutalement pour atteindre 8,9 en juin 2024.

Il s'est quelque peu redressé au deuxième trimestre 2025, à 9,2 en juin 2025, mais replonge à 8,7 au troisième trimestre, le niveau le plus bas depuis 2017.

Ces niveaux restent néanmoins encore élevés ce qui appelle de notre part quelques commentaires sur cet indicateur très utilisé. D'abord, il s'agit de transactions qui portent, dans la majorité des cas, sur des entreprises plutôt de type ETI, lisibles et performantes. On peut imaginer aisément que, pour les entreprises moins performantes, les chiffres sont très inférieurs.

Par ailleurs, selon les commentaires des auteurs chargés du suivi de ces chiffres, on a une double segmentation :

- d'une part, alors que les fonds rentraient encore dans des transactions qui restaient à 10 au deuxième trimestre et des intervenants stratégiques à 8,5, désormais, les chiffres sont respectivement de 9 et 7,7. On note que les sorties se sont accélérées chez les fonds ce qui semblerait montrer qu'ils ont acté une certaine modération dans leurs attentes ;

- d'autre part, les transactions sur la base d'un multiple inférieur à 7, représentent 28% du total alors que celles effectuées à des multiples supérieurs à 15 n'en représentent plus que 7% !

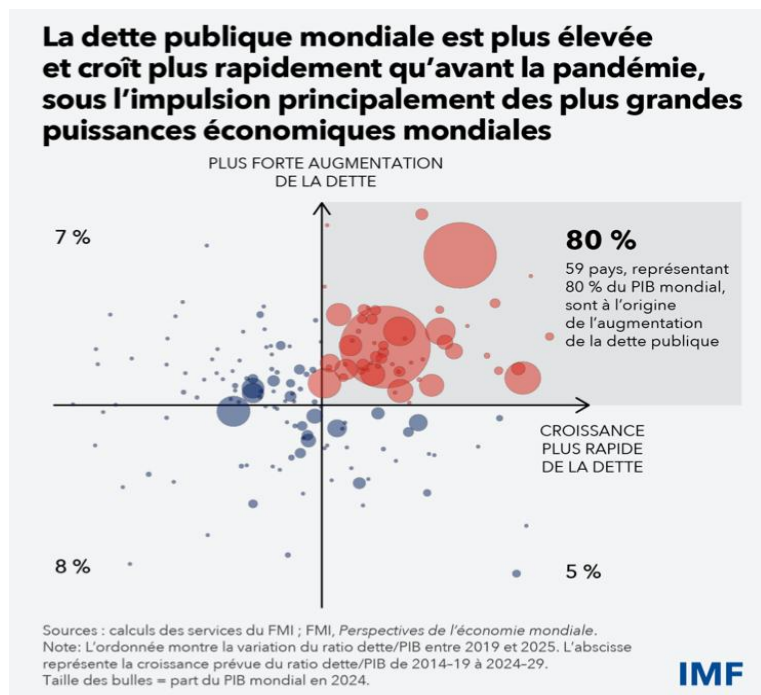
Cela signifie clairement, selon toute vraisemblance, que les entreprises qui ressortent de l'économie traditionnelle se négocient à 6-7 fois l'EBITDA et que celles qui ressortent du numérique, de la tech, de la santé, tutoient les sommets et c'est là que se situent les risques.

2. Paysage d'un monde des dettes en quelques chiffres

Quand on veut quantifier d'éventuelles situations de surendettement, il faut aussi bien parler de la dette publique que de l'endettement privé.

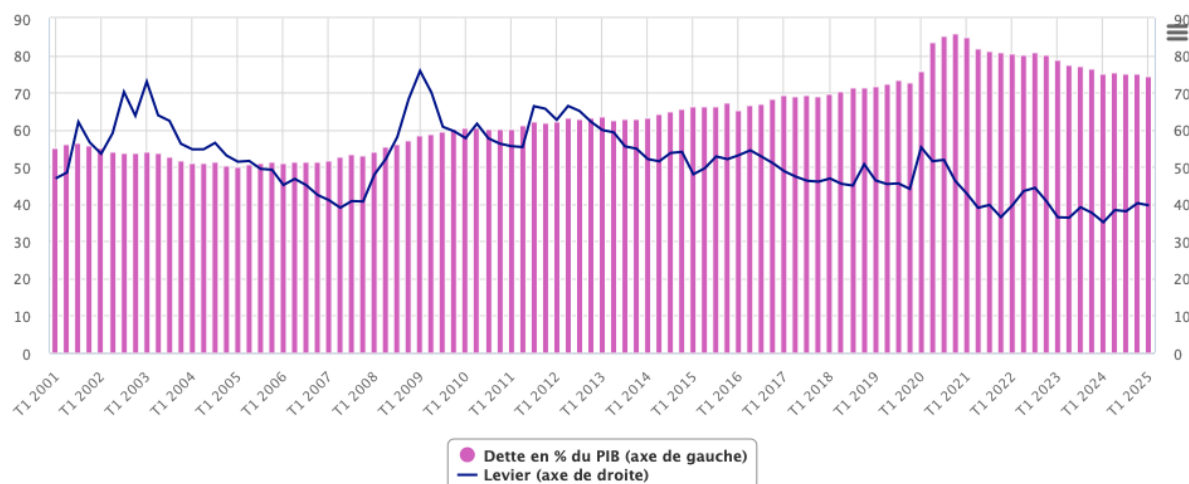
C'est peu de dire que nous évoluons dans une économie d'endettement. Le monde vit à crédit ! Ce n'est pas une tare en soi, tout dépend des montants, des échéances et des emplois de cette dette.

Au niveau mondial, l'endettement total public et privé, se maintient autour de trois fois le PIB de la planète, qui était, en 2024 d'un peu plus de 111 000 milliards de \$. La dette publique était de l'ordre de 93% du PIB, on en déduit donc que tout le reste ressort de la dette privée, ménages plus entreprises. La dette publique se développe rapidement sous la pression de certaines grandes nations. Le graphique suivant illustre parfaitement cette tendance :



La France n'est donc pas un cas isolé. S'agissant de notre pays, l'endettement public s'élève à 115% et l'endettement privé à 135%, en arrondissant les chiffres, ce qui amène l'endettement total à 250% du PIB.

Si on se focalise plus particulièrement sur l'endettement des sociétés non financières, l'évolution sur la longue période, est la suivante :



La croissance de l'endettement est régulière (en poids par rapport au PIB) entre 2007 et 2021 suivie d'un retournement de tendance depuis cette année-là. De façon concomitante et, assez curieusement, le niveau de levier baisse.

3. Conclusion de ce panorama :

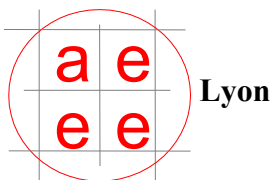
Nous assistons simultanément à des valorisations folles dans le cadre des marchés et à une économie dont le financement repose largement sur l'endettement.

Cette simultanéité nous alerte car ce couple fait rarement bon ménage. Ajoutons une tendance inquiétante au niveau mondiale : de 2002 à 2022, les emprunts n'ont pas été majoritairement affectés aux investissements réels mais à d'autres emplois notamment financiers.

De plus, les générations d'emprunts 2008-2022 ont été contractées à des taux très bas. Cela laisse supposer des difficultés de refinancement qui sont d'ailleurs anticipées par les grandes entreprises lorsqu'on les interroge (Rapport OCDE 2025). Cela laisse augurer des risques que l'on peut essayer de pointer

○ Une crise face au mur de la dette ?

Je ne me lancerai pas dans des oracles hasardeux. En revanche, souligner des logiques pouvant conduire à des défaillances graves relèvent du simple raisonnement et non de la divination.



Les années postérieures à la crise des subprimes, hors l'épisode Covid, sont marquées non seulement par des progrès considérables dans le monde de la tech et du numérique, mais également par un approfondissement mondial de la structuration de la chaîne des valeurs.

La conjugaison de ces deux facteurs a suscité des anticipations positives de la part des investisseurs qui ont entraîné une hausse des TRI anticipés et par voie de conséquences des valeurs des entreprises.

Cet essor a été également facilité par la croissance de l'endettement et l'abondance des liquidités provoquée par des politiques de « quantitative easing ».

On doit imaginer une situation dans laquelle, face à des anticipations qui se retournent, les valeurs d'entreprises qui ont été surestimées s'effondrent entraînant par là même, une impossibilité de faire face aux charges de financement que leur perspective de croissance a généré, donc une crise de liquidité.

La question posée est celle-ci : quelles sont les données de faits, dans la configuration actuelle du monde économique, susceptibles d'impliquer un renversement substantiel et éventuellement brutal des anticipations et de provoquer une baisse des valeurs ?

Compte tenu de ce qui vient d'être dit, Je vois trois éléments significatifs à mettre en évidence et, bien évidemment, je ne prétends pas être exhaustifs :

- *un retournement des marchés qui entraînerait une illiquidité de certains actifs et provoquerait des difficultés de refinancement généralisées*
- *par-delà le monde de la finance, le monde réel recèle un nombre impressionnant de facteurs capables d'impacter la rentabilité voire l'existence même d'un nombre considérable d'entreprises et non des moindres.*
- *enfin, citons pour terminer, un monitoring défaillant de l'endettement qui conduit à sous évaluer son risque réel.*

Face à ces risques, je m'interrogerai sur les possibilités de défaillance au sein du private equity.

○ **Au niveau des marchés**

Ce risque existe-t-il au niveau des valorisations produites par les marchés. Au vu de ce que nous avons dit précédemment, c'est presque une évidence. Clairement, les secteurs de la tech et de l'IA sont en première ligne pour susciter un éventuel retournement de tendance.

Nous nous trouvons dans une configuration où les grands du numérique, les producteurs de puces et les figures de proue de l'IA entretiennent des relations circulaires qui font que l'ensemble fonctionne finalement comme un seul secteur autoentretenant sa croissance.

Ainsi, AMD, le 6 octobre 2025 était prêt à céder jusqu'à 10% (40 milliards de \$) de son capital au groupe Open AI pour qu'il achète ses puces.

Autre exemple, Open AI louerait à Oracle des serveurs pour 300 milliards de \$ (sans plan de financement précis).

Quant à Oracle, pour équiper ses serveurs, il achètera des puces à Nvidia. Anthropic, concurrent d'Open AI, noue des accords avec Amazon et Google à hauteurs de milliards de \$ pour louer des serveurs.

Bien évidemment, le risque vient du maillon le plus faible à savoir : l'IA. Clairement, il faut que ce secteur parvienne à monétiser son service à hauteur des investissements colossaux qui sont consentis et sortir de cet entre-soi quelque peu dangereux.

Pour l'instant on en est loin, même si à terme, il y a peu de doutes sur l'aptitude du secteur, à apporter des bouleversements significatifs dans la vie économique. Cependant, à hauteur de prévisions proches, plusieurs éléments peuvent interroger le modèle économique de cette industrie et mettre en cause les valorisations stratosphériques du moment :

- il y'a d'abord ce qui relève de l'environnemental au sens strict qui interroge sur le caractère soutenable d'un développement effréné.

Des effets d'éviction dans le domaine de l'occupation des espaces par les fermes gigantesques, dans celui de l'usage de l'eau et de l'énergie et même dans celui de l'accaparement du financement des investissements interrogent.

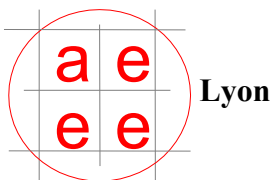
Autrement dit, le développement de l'IA se fait actuellement aux dépends d'autres acteurs économiques tout aussi légitimes à revendiquer des allocations de ressources.

*Un petit exemple, **Open AI envisage à elle seule un besoin d'investissements de 1 400 milliards de \$ sur les huit prochaines années.** Cette croissance doit être nourrie par la fourniture de métaux qui exigent des investissements colossaux dans l'extraction minières. On estime que les besoins pour cette dernière sont de 5400 milliards de \$ dans les 10 ans qui viennent. Actuellement, on est loin d'être sur la bonne trajectoire. La contradiction est flagrante.*

- pour sortir de cet « entre-soi », il faudrait facturer le client au coût réel. Open AI a perdu 8 milliards de \$ au premier semestre 2025. Ce groupe envisage de faire passer son chiffre d'affaires de 13 milliards aujourd'hui à 174 milliards en 2030. Pour ce faire est envisagée la réévaluation du prix des services existants et des diversifications dans différents domaines mais la rentabilité de ces choix et leur acceptabilité par les utilisateurs actuels ou potentiels est fortement questionnée. Notons que si l'IA va probablement changer nos vies, aujourd'hui, nous ne savons pas dans quel délai ni comment. Certes, l'IA apporte déjà beaucoup dans des domaines techniques ou scientifiques mais l'impact global sur la productivité de l'économie mondiale n'est pas encore lisible. Concrètement, les entreprises qui ont tenté l'expérience du remplacement de l'homme par l'IA n'y trouvent pas leur compte.

Le schéma classique consiste à remplacer des « cols blancs expérimentés par des jeunes diplômés coachés par l'IA. Résultat :

- des solutions stéréotypées peu pertinentes ;*
- des jeunes cadres qui ne prennent aucune initiative en l'absence d'une incitation à la créativité ;*
- une confusion entre accroissement de la rapidité dans la production de solutions non comprises ni expliquées et une croissance de la productivité réelle ;*
- une impossibilité de faire progresser ses jeunes équipes à défaut, pour elles, d'acquérir une vraie expérience découlant de l'exercice de leurs compétences propres.*



Pour résumer, les gains susceptibles de rentabiliser les milliers de milliards de dollars à investir ne sont pas encore clairement identifiés si ce n'est dans les déclarations dithyrambiques de Sam Altman.

Cette explosion des valeurs n'est pas sans rappeler la bulle internet qui éclata au tournant des années 2000.

- **Au niveau de l'économie réelle**

Le contexte géopolitique actuel est extrêmement conflictuel. Ce que nous enseigne l'histoire voire les actualités récentes, c'est que chacun des acteurs de ces conflits est prêt à actionner l'arme économique pour combattre l'adversaire sans se soucier des dégâts collatéraux.

A ce titre, tout pays, même s'il n'est pas partie directe au conflit peut être touché. Je pense que ces risques sont peut-être plus grands que les risques qui ressortent du monde de la finance mais ils impacteront celui-ci par ricochet.

Prenons quelques exemples :

- *le détournement de trafic maritime au niveau de la Mer Rouge en raison des attaques des Houtis a eu une incidence sur le coût du frêt maritime et sur la logistique correspondante ;*
- *les droits de douanes trumpiens impactent la rentabilité de beaucoup d'entreprises aussi bien aux Etats-Unis que dans le reste du monde. Ils impliquent une réorientation des flux du commerce international qui peut affecter des acteurs significatifs de l'économie, pensons au secteur automobile allemand confronté à l'arrivée massive des modèles chinois. Nous reviendrons dans quelques lignes sur le cas Volkswagen ;*
- *il y a enfin les pressions qui s'exercent sur les ressources de plus en plus rare de la planète. Ressources énergétique, eau, espace, métaux,... tous ces éléments dont la disponibilité est fondamentale tant pour l'industrie que pour la high-tech, le numérique ou l'IA, sont susceptibles d'être utilisés comme une arme dans les conflits strictement économiques comme dans les conflits d'ordre géopolitiques. Embargo sur les terres rares, sur les semi-conducteurs, sont autant de leviers très destructeurs qui, une fois actionnés, affectent de façon importante la rentabilité, voire la pérennité de groupes de taille mondiale.*

On se focalise sur les risques des évaluations excessives dans l'IA, mais on pourrait tout aussi bien se préoccuper du devenir d'un groupe mondial comme Volkswagen.

Volkswagen c'est 600 000 salariés dans le monde, 9 millions de véhicules produits, 324 milliards € de chiffres d'affaires. Il faudrait, pour être tout à fait exhaustif, tenir compte des milliers d'entreprises sous-traitantes qui dépendent du groupe.

Ce géant de l'industrie a été menacé dans ses approvisionnements de micro-processeurs récemment par des contre-mesures chinoises (conséquences, entre autres, du conflit avec la Chine à propos de Nexperia), à telle enseigne que les chaînes de la « Golf », le produit phare, ont été menacées.

Le groupe est confronté à des besoins d'investissements colossaux dont la rentabilité est loin d'être assurée compte tenu des incertitudes sur le développement de l'électrique et des échecs significatifs sur plusieurs modèles.

La marge opérationnelle est de l'ordre de 5-6%, ce qui n'a rien d'exceptionnel quand on détient des marques comme Audi et Porsche. Le troisième trimestre 2025 s'est soldé par une perte de 1 milliard €, et si l'on veut bien croire Bild (qui n'est certes pas une référence en matière de fiabilité) ce serait un gouffre à 2 chiffres qui attendrait le groupe en 2026.

Imagine-t-on ce que pourrait représenter la défaillance d'une entité industrielle de ce poids pour l'économie Européenne, voire les difficultés de plusieurs groupes de cette taille? On est loin des 13 milliards de chiffre d'affaires d'Open AI.

○ **Un monitoring de l'endettement qui est défaillant**

Nous voudrions rapidement évoquer ce qu'il était convenu d'appeler le « shadow banking », appelé maintenant intermédiation financière non bancaire (INFB).

C'est un phénomène considérable, 48% des actifs financiers mondiaux relèvent désormais de ce secteur de la finance, on parle donc bien d'un enjeu systémique.

Sans doute, le monde anglo-saxon est plus impacté que nous par cet enjeu, mais au vu des montants, le danger est mondial.

Cette activité regroupe plusieurs types d'intervenants, hedge funds, fonds de titrisation, fond de dettes privées, sociétés financières, compagnies d'assurance.... Ces entités se distinguent fondamentalement des banques par trois caractéristiques :

- leur impossibilité de créer de la monnaie et donc la nécessité de recourir au financement bancaire bien que des liens se créent entre monnaie officielle et actifs numériques via les stable coins ;
- le faible degré de contrôle qu'elles subissent de la part des autorités monétaires ;
- l'opacité dans laquelle évolue leur activité.

C'est singulièrement le cas des hedge funds. Juste un petit exemple pour quantifier leur pouvoir potentiellement destructif : d'après un article du Monde International d'octobre 2023, **cette même année, ces hedge funds ont ouvert 600 milliards de \$ de positions à découvert sur les bons du trésor américains avec des leviers atteignant 500 pour certains d'entre eux.**

De quoi largement faire sauter le système en cas de crise de liquidité ! On imagine l'impact sur les taux en cas de liquidation obligée des positions (sans parler de la liquidité de ces fonds).

Ils interviennent partout, y compris dans le domaine du private equity avec des leviers importants et sur la base d'un endettement en large partie bancaire.

Toute cette architecture, comme nous l'avons dit, n'est pratiquement pas contrôlée et les principaux ratios prudentiels auxquels sont soumis les banques ne s'appliquent pas à eux. Ils ont adopté depuis longtemps des comportements relevant de l'aléa moral, c'est à dire qu'ils prennent des risques en pensant à la devise « to big to fail ».

Cette liberté d'agir est une véritable épée de Damoclès qui pèse sur la finance car l'engagement des banques dans ces affaires est tel que la chute de plusieurs d'entre eux pourrait avoir des effets incalculablement désastreux.

Précisons qu'une partie de ces engagements n'apparaissent pas dans les bilans ni des banques ni des fonds eux-mêmes grâce à l'utilisation des SP's. Dernières innovations : l'arrivée des blockchains dans la gestion des fonds qui pourrait favoriser la tokenisation des opérations.

J'ajouterais, pour terminer, que la « détestation » de Trump pour toute réglementation y compris financière, n'est un mystère pour personne. En 2026, l'actuel président de la FED partira et sera, selon toute vraisemblance, remplacé par un affidé. Il se dit que la volonté du Président est d'obtenir un relâchement de la réglementation bancaire qui pourrait être validé par le futur successeur de Jérôme Powel.

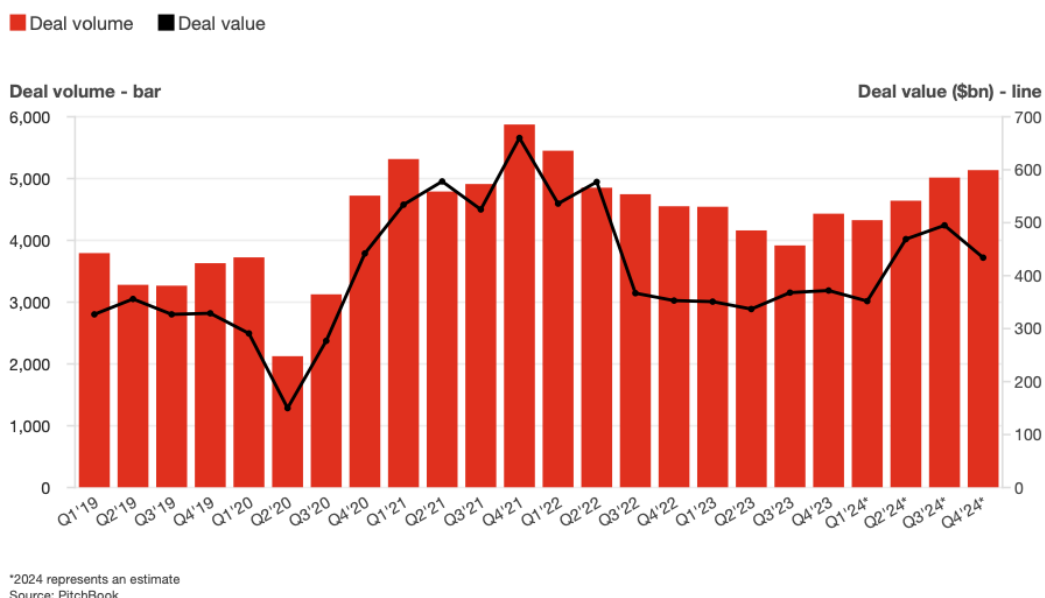
Un risque supplémentaire apparaît : face à une liberté retrouvée et à une abondance de liquidité, la tentation pourrait être grande pour les banques américaines de prendre plus de risques inconsidérés (non contrôlés !).

○ **Quid du private equity ?**

Je pointerai les tendances qui me paraissent significatives dans le contexte actuel, l'objectif étant de souligner certains risques au passage.

Au niveau mondial, l'activité fait preuve d'une bonne résistance comme le montre le graphique suivant, produit par PwC.

Global private equity deal volumes and values, 2019-2024*



Le premier semestre 2025 témoigne d'un bon dynamisme, avec une croissance de 41% des sorties. La tendance est une concentration de l'activité au niveau des grands acteurs.

Si l'on se focalise sur la France, on peut être raisonnablement optimiste. France Invest souligne qu'au premier semestre 2025, tant en ce qui concerne les levées de fonds que les investissements, les chiffres sont en ligne avec les années précédentes.

Les levées de 17,4 milliards € correspondent à la moyenne semestrielle des deux années précédentes. L'investissement est en léger retrait par rapport au premier semestre 2024 mais ce n'est pas significatif étant donné que le second semestre est, de façon générale, meilleur que le premier.

Le TRI 2024 sur 10 ans, selon France Invest, est de 12,4% et celui des fonds liquidés de 14,1%. Ces chiffres témoignent d'une rentabilité tout à fait satisfaisante.

On note, toutefois, que, succédant à une tendance haussière depuis 2017, un effritement du TRI 10 ans se manifeste depuis 2021.

En dépit de ce tableau relativement positif, je voudrais souligner quelques points d'attention qui, selon moi, peuvent être des éléments de fragilité :

- *la tendance générale récente de ralentissement des sorties (bien que les toutes dernières données soient plus optimistes) et des baisses des levées de fonds est de nature à alerter ;*
- *L'importance du « dry powder » (il est difficile d'avoir un chiffre précis, selon les sources on est entre 1 200 et 1600 milliards de \$ au niveau mondial) pèse sur le comportement des fonds qui veulent employer cette ressource. Il faut être attentif à ce que ces affectations ne se fassent pas à risques croissants sous la pression des investisseurs ;*
- *de nouveaux comportements d'endettement sont apparus, notamment l'utilisation du NAV financing. Cette pratique vise à endetter les fonds sur la base de la valeur nette de leur portefeuille, ce qui leur permet d'obtenir des ressources sans avoir à liquider des positions mais néanmoins au prix d'un endettement supplémentaire. Peut-être plus inquiétant, on note des créations de SPV's dans lesquels est logée une partie du portefeuille d'un fonds et qui fera l'objet d'un financement spécifique. On doit souligner que ces montages s'accompagnent de clauses de « cash sweep » qui limitent l'usage de la trésorerie des entités concernées.*

Ces quelques remarques faites, je ne vois pas clairement de risques systémiques significatifs se manifester dans ce secteur de l'activité financière. Cela ne signifie pas qu'il resterait à l'abri de toute perturbation si une crise venait à surgir mais ce serait plus par contamination qu'en tant que cause première. Bien entendu, les points de fragilité précédemment signalés joueraient alors un rôle amplificateur.

3-Quel impact sur notre pratique de l'évaluation ?

Les principes que je rappellerai renverront à des remarques qui ont déjà été faites, à juste titre, par notre président dans la lettre du 3^e trimestre 2025.

Je pense que les risques voire les incertitudes que font apparaître les développements précédents doivent nous inciter à réfléchir sur trois points :

- les méthodes les plus aptes à répondre à ces difficultés ;
- la détermination des paramètres utilisés ;
- nos relations avec les demandeurs d'évaluation.

- **-Les méthodes : l'éternel débat entre prix et valeur**

Les méthodes à notre disposition sont de deux ordres : **celles qui renvoient aux données fondamentales de l'entreprise et celles qui s'appuient sur des comparaisons.**

Les désordres pointés dans les développements précédents doivent nous inciter à la prudence quand nous recourons au second type de méthodes et singulièrement lorsque ces méthodes conduisent à des comparaisons avec des données de marché.

En effet, les marchés externalisent actuellement deux anomalies qui vont de pair :

- des valeurs et des multiples qui semblent faire fi tant des fondamentaux des entreprises que de ceux de l'environnement,
- des primes de risques qui ne rendent manifestement pas compte de l'état de tension dans lequel est mis l'économie.

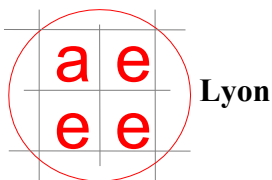
La référence aux indicateurs de marché sont propres à conduire à des estimations de paramètres gravement biaisées.

Notre association est composée d'adhérents dont le champ d'intervention est celui des TPE, PME, ETI, pour l'essentiel non cotées. Les paramètres du marché, de façon générale et plus particulièrement maintenant, sont peu propres à rendre compte de la réalité de ces entités.

J'ai déjà eu l'occasion de l'exprimer dans cette lettre : à quoi bon recourir à des multiples sur lesquels on pratique des décotes, d'un tel niveau qu'elles ôtent toute signification au résultat.

Mais de façon plus générale, on doit être très attentif à toute référence aux indices établis sur la base d'échantillons plus ou moins représentatifs.

J'ai déjà évoqué ce point en parlant de l'indice Argos. Dans le cas du dernier indice produit, on constate que le niveau de 8,7 est le produit de sous-populations externalisant des multiples radicalement opposés, 7 ou moins dans un cas, 15 ou plus dans l'autre.



On ne peut retenir l'indice de tendance centrale sans s'interroger sur la composition de la population dont il est issu.

Par ailleurs, les entreprises retenues dans l'étude, en taille, en rentabilité et en lisibilité ne sont certainement pas représentatives de toutes les PME ou ETI.

Il est donc nécessaire de positionner l'entreprise à évaluer par rapport aux entreprises de l'échantillon afin d'ajuster le niveau de multiple à retenir. Faut-il la classer dans celles qui sont à évaluer à 7 ou moins ou bien ressort-elle des 15 ou plus ou encore de l'entre-deux (auquel cas l'indicateur de tendance centrale peut être une mesure pertinente).

J'ai déjà exposé dans d'autres communications les précautions qui doivent être prises lorsque l'on constitue des échantillons à partir d'opérations recensées sur des bases de données, je n'y reviendrai pas.

Ces réserves m'incitent donc à préférer les méthodes fondamentales, certes, les DCF mais également la méthode patrimoniale assortie d'un goodwill. Je sais qu'il y a beaucoup de réticences à appliquer cette dernière dans le cas des grandes entreprises mais elle me paraît totalement pertinente s'agissant des PME. Si j'osais pousser la provocation un peu loin, je dirais que c'est sans doute la moins sensible aux biais environnementaux actuels.

Faut-il pour autant bannir l'utilisation des multiples, je ne pense pas.

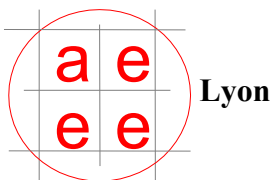
- *d'abord, elle est utile comme méthode de cohérence. Il n'est pas inintéressant de comparer quel multiple fournit la valorisation par les méthodes fondamentales et de comparer ce multiple à ceux du marché. Si le divorce est trop important, il faudra s'interroger sur les raisons de cette divergence ce qui ne peut être que profitable pour éclairer le demandeur de l'évaluation ;*

-il y a des cas où l'on sera obligé de l'utiliser à défaut de business plan véritablement crédible. Comme nous l'avons dit, le multiple retenu devra être le résultat d'une confrontation entre les données de marchés et les fondamentaux de l'entreprise.

On peut éventuellement recourir à une vérification par le biais de multiples calculés sur la base de formules dérivées du modèle de Gordon-Shapiro.

Partant de ce modèle, on détermine un multiple d'EBIT. Cependant la mise en œuvre d'un tel modèle nécessite la fixation d'un taux de rentabilité normatif des capitaux d'exploitation de l'entreprise.

Or, ce calcul ne peut se faire à partir des seules données comptables, il n'a donc rien d'évident. Là encore, ce peut être un outil de cohérence en cherchant quels niveaux doivent atteindre les différents paramètres de la formule pour obtenir un multiple compatible avec celui qui résulte d'une valorisation par les méthodes fondamentales et tester la pertinence des niveaux requis.



- La détermination des paramètres de l'évaluation

Dans le cadre des méthodes DCF ou patrimoniale+goodwill, on doit mettre en jeu divers taux : coûts des capitaux propres, coût des dettes, taux de croissance à long terme. Chercher le niveau de ces taux revient à chercher des références susceptibles d'être pertinentes dans le cadre d'une TPE, PME ou ETI.

Le coût des capitaux propres est souvent fixé par référence aux marchés mais, dans le contexte actuel, cette référence est tout sauf fiable. Dans la mesure où les cours paraissent exagérément élevés eut égard au contexte, le coût des capitaux propres, tel qu'appréhendé par les marchés, est, sans doute, sous-évalué.

On s'interroge également sur le niveau des primes de risque qui ne reflètent nullement l'instabilité de l'environnement. Si l'on veut absolument se référer à des indicateurs de marché, je pense qu'il est préférable de se fier à des indicateurs reflétant les tendances de long terme. On a, dans les bases de données de Damodaran, des informations de ce type. Maintenant, il va de soi que si l'on veut se rapprocher au plus près des prix de l'instant il vaut mieux se référer aux valeurs instantanées. Il faut donc tenir compte des objectifs de l'évaluation.

Personnellement, j'ai toujours maintenu une position selon laquelle la référence la plus cohérente est le TRI 10 ans tel que calculé par France Invest.

L'avantage de cette référence est que cet indicateur est issu d'investissements sur du non coté relevant du small et mid cap.

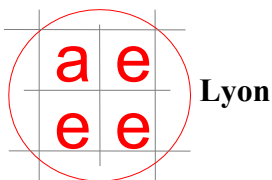
Certes, les entreprises investies par les fonds ne sont pas représentatives, puisque, comme nous l'avons rappelé à propos de l'indice Argos, ces entreprises sont, dans l'ensemble plus performantes que la moyenne.

Il conviendrait donc, en toute logique de rajouter une prime de risque spécifique à l'indicateur retenu selon le positionnement de l'entreprise cible. Il va de soi que le niveau de cette prime de risque revêtirait forcément un caractère quelque peu subjectif. L'étude de France Invest donne des éléments sur la dispersion de ces taux, on s'inspirera donc avec profit de ces indicateurs.

- Nos relations avec les demandeurs d'évaluation

Lors de notre dernière réunion A3E, il a été évoqué par plusieurs participants la difficulté des experts à valoriser leurs interventions auprès des clients. La profession serait ainsi prise en tenaille entre la nécessité des procéder à des opérations de plus en plus complexes compte tenu de l'instabilité de l'environnement et l'impossibilité d'obtenir une rémunération couvrant le coût effectif de ces opérations.

Il a été rappelé, au cours de cette réunion, que si la rémunération de ce travail ne couvre pas le coût de toutes les diligences permettant à l'expert de s'engager pleinement sur les conclusions et conduit à un allègement significatif des travaux, on ne peut pas parler de rapport d'évaluation mais de simple avis sur la valeur.



Nous devons être fermes sur ce point. Il nous faut mener des analyses critiques sur les business plans, sur la situation tant stratégique que financière, sur la recherche du niveau adéquat des paramètres de l'évaluation qui exigent temps et réflexions. Si ce temps ne peut être dégagé, il faut alors envisager une communication où les résultats ont une portée beaucoup plus relative.

Peut-être faut-il songer à s'engager dans une autre proposition de service propre à répondre à certains besoins : une forme de formule d'abonnement qui reposerait sur une évaluation lourde à une date t à laquelle succéderaient des actualisations périodiques sur la base d'une méthodologie préétablie.

Conclusion

Je ne suis pas capable de dire s'il y aura crise ou pas. En revanche, les signes de risque élevés sont clairs et convergents, en particulier la présence simultanée de niveaux de valorisation extrêmes incitant à des investissements massifs reposant eux-mêmes sur des pyramides de dettes. Cette situation est d'autant plus sensible qu'elle se déroule dans un contexte géopolitique très turbulent.

Je suis d'un pessimisme tempéré. Les folles valeurs de la tech et de l'IA reposent sur un emballement quelque peu irrationnel mais également sur des fondamentaux que nul ne peut contester. L'IA est, sans doute, une vraie révolution. Le problème est que nous ne savons ni quand ni comment ce bouleversement va être effectif pour l'économie réelle, notamment en termes de ressaut de la productivité. C'est cette incertitude qui peut faire basculer les marchés et qui est dangereuse maintenant.

Si défaillance il y a, au vu de l'intrication des économies et du caractère systémique des opérateurs pouvant être touchés, elle sera forcément mondiale. Comme disait La Fontaine dans les Animaux malades de la peste « Ils ne mouraient pas tous, mais tous étaient touchés », autrement dit, nous serons tous touchés mais bien sûr pas dans les mêmes proportions.

Tout dépend du niveau de dépendance de chaque pays au reste du monde et de ses marges de manœuvres financières. A cet égard, j'ai bien peur que la France ne soit pas dans la meilleure des positions.

Face à cette potentielle secousse, nous devons être attentifs quand nous menons nos opérations. C'est ce que j'ai voulu réaffirmer dans la dernière partie de cette réflexion en rappelant simplement quelques fondamentaux de ce que devrait être notre pratique.

Points d'attention en évaluation

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé Advolis Orfis*

- *L'amortissement du GW en tant qu'outil de mesure du retour sur investissement / la création de valeur d'une acquisition au regard de son prix d'acquisition :*

Dans le référentiel consolidé français, et la plupart des référentiels consolidés internationaux :

- L'amortissement du goodwill n'est plus la règle et la durée de vie indéfinie est le principe le plus fréquent,
- Les dépréciations de goodwill sont considérées comme irréversibles, contrairement aux autres postes issus de l'affectation du prix d'acquisition. Si on comprend bien la « logique » du normalisateur : il s'agit d'éviter un pilotage du résultat par des effets « yo-yo » de dotations / reprises des dépréciations du goodwill qui reflète la stratégie de l'entreprise lors d'une acquisition. D'un point de vue économique, cette règle est difficile à digérer par les groupes.

Rappelons les points suivants :

- le goodwill est un écart d'acquisition résiduel résultant de l'analyse effectuée à la date d'acquisition (PPA : purchase Price Acquisition) ayant conduit à recenser et réévaluer des actifs et des passifs actifs tels que des actifs incorporels (ex : marque, projets de développement, relation clientèle, contrats,...) y compris ceux qui n'étaient pas reconnus dans les comptes de la cible ou les actifs corporels (ex : actifs immobiliers,...).
La notion de goodwill en tant qu'écart résiduel se rapproche de la notion définie en France de fonds commercial¹..
- le poids des goodwill est très significatif dans le bilan des sociétés cotées. Ainsi, il représentait 54,5% des capitaux propres consolidés des sociétés du CAC 40, contre 55,4% en 2024 et 56,5% en 2022.
- Le cas échéant, l'enjeu des dépréciations de goodwill est très différent selon leur présentation au compte de résultat consolidé. Ainsi :
 - si l'on regarde les normes consolidées françaises, les dépréciations du goodwill sont présentées sur une ligne spécifique du compte de résultat,

¹ PCG Art. 212-3 : Sont comptabilisés dans le poste fonds commercial les éléments incorporels du fonds de commerce acquis qui ne font pas l'objet d'une évaluation et d'une comptabilisation séparées au bilan et qui concourent au maintien et au développement du potentiel d'activité de l'entité.

- Si l'on regarde les normes IFRS actuelles (norme IAS 1), les pratiques sont différentes selon les groupes, et selon les enjeux :
 - certains groupes présentent les dépréciations de goodwill sur une ligne spécifique au sein du résultat courant,
 - d'autres groupes les présentent en autres produits et charges non courants,
 - d'autres enfin les présentent en courant ou non courant, en fonction de la nature générateur de la dépréciation.

Pour les groupes concernés, la norme IFRS 18 « Présentation des états financiers et informations à fournir », qui s'appliquera pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2026, va apporter des modifications dans les règles de présentation ;
- La réaction des marchés et les impacts sur le cours de bourse sont très différents en fonction des contextes.

Je me souviens d'un groupe qui a constaté après de nombreuses hésitations une dépréciation très significative (plusieurs milliards d'€), sans impact sur le cours de bourse. Idem pour un autre groupe qui a déprécié 3 ans après l'acquisition 100% d'un goodwill lié une filiale acquise en Chine.

En revanche, les marchés sont généralement plus sensibles dans le cas d'une dépréciation partielle, lorsqu'ils n'ont pas une vision claire des impacts potentiels, non seulement sur les goodwills, mais aussi sur les autres actifs incorporels et corporels. Rappelons que les normes IFRS demandent, lorsque la perte de valeur est supérieure au goodwill et qu'il est totalement déprécié par ordre d'affectation prioritaire, de constater le solde de perte de valeur sur les actifs incorporels et corporels de manière proportionnée, dans la limite de leur valeur recouvrable.

Cette vision comptable est une vision patrimoniale, mais ne permet pas de donner une mesure pertinente du retour sur investissement d'une acquisition.

En l'absence d'amortissement régulier, la dépréciation intervient lorsque la situation va mal, et/ou le groupe s'aperçoit qu'il a surpayé une acquisition, et on a le double effet de la rentabilité insuffisante, voire déficitaire, et de la dépréciation du goodwill.

Le « retour sur investissement » dans le cadre d'une acquisition par un groupe s'inscrit dans une logique très différente de celle d'un fonds d'investissement analysant un TRI sur une période courte (5 habituellement). En effet, une acquisition qui répond à une « logique industrielle et stratégique » et non uniquement financière, intègre d'autres dimensions et notamment des synergies de toutes natures..

Pour autant, il est utile d'apprécier sur le plan économique la création de valeur de l'acquisition pour le groupe acquéreur, intégrant des éléments directs liés à la filiale acquise, et des éléments indirects (contributions de la filiale à d'autres activités du groupe). Par ailleurs, la croissance externe permet à certains groupes de trouver des leviers de croissance, là où ils ont du mal à en trouver dans le développement organique.

D'un point de vue économique, il y a différents moyens d'apprécier le « retour sur investissement d'une acquisition, pour un groupe soit le lien entre le prix payé et la création de valeur pour le groupe :

- La capacité des sociétés acquises à remonter du cash,..., sans impacter de manière trop sensible sa valeur des titres -Vcp- (cf lettre A3E du 1^{er} trimestre 2025 : une distribution significative de dividendes affecte généralement la Vcp, même si elle n'affecte pas la valeur d'entreprise -VE-). Certains groupes définissent comme cible de faire remonter des dividendes par la filiale acquise pour financer une partie de l'acquisition,
- La capacité des sociétés acquises à « absorber » des management fees groupe, qui font parfois doublon avec les structures globales,..., à condition que les indicateurs de rentabilité après management fees ne diminuent pas fortement du fait des management fees. L'idée sous-jacente des « management fees » est en effet que cette charge supplémentaire doit trouver sa contrepartie dans une création de valeur que la société acquise n'aurait pas pu générer toute seule (ex : synergies commerciales, techniques, financement de la croissance,...). La réalité est souvent malheureusement différente, surtout avec les crises successives que nous avons traversées,
- Un autre moyen consiste, **dans les reportings de gestion internes** uniquement, à constater une dotation aux amortissements sur une période correspondant au retour sur amortissement. La durée d'amortissement et les modalités d'amortissement (linéaire / progressif), dépendra du contexte et de la durée d'intégration anticipée. Ainsi, pour l'acquisition d'une filiale dans un pays que l'acquéreur ne connaît pas, il pourra être pris en compte une franchise d'amortissement de 2 ou 3 ans, puis un amortissement sur 7 ou 10 ans.

Prenons l'exemple suivant de l'acquisition d'une société en N pour 33 m€ (multiple de 12x un EBITDA induit cible de 2 750 k€), qui a généré un goodwill de 30 m€.

Au regard des objectifs de mise à niveau aux normes groupes et de délai d'intégration, le groupe a considéré un délai de plus de 2 ans d'intégration et a commencé à amortir partiellement en N+3

	intégration										TOTAL
	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10	
EBITDA net d'IS	1 000	1 200	1 800	2 700	3 100	3 500	4 100	4 600	5 100	5 700	32 800
amort éco du GW	0	0	-800	-4 170	-4 170	-4 170	-4 170	-4 170	-4 170	-4 180	-30 000
contribution nette	1 000	1 200	1 000	-1 470	-1 070	-670	-70	430	930	1 520	2 800
tx progression EBITDA		20%	50%	50%	15%	13%	17%	12%	11%	12%	

La filiale était satisfaite, compte tenu de la forte progression de la rentabilité sur certaines années..., pour autant la contribution nette ne représente « que » 9% de l'EBITDA consolidé.

Le calcul est à affiner au cas par cas (ex : retenir un EBITDA net de CAPEX,...) en fonction des situations.

Prenons le même exemple que supra, sans période d'intégration (le groupe acquéreur connaît le pays, l'activité, et les standards d'acquisition étaient proches de ceux du groupe à la date d'acquisition)

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	TOTAL
EBITDA net d'IS	1 500	2 300	2 500	2 800	3 000	3 200	3 500	3 700	3 900	26 400
amort éco du GW	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-27 000
contribution nette	-1 500	-700	-500	-200	0	200	500	700	900	-600
tx progression EBITDA		53%	9%	12%	7%	7%	9%	6%	5%	

En apparence, la progression de l'EBITDA net d'IS peut donner l'impression que l'acquisition est «rentable». Pour autant, sur une période de 10 ans, la « création de valeur » au regard du prix d'acquisition est négative de 2%,..., ce qui peut montrer notamment qu'il y a eu très peu de synergies apportées par le groupe.

Il sera généralement utile d'établir ce type d'analyse dès le début et de la suivre dans le temps. Les 1ères années seront généralement optimistes, voire très optimistes (le niveau d'optimisme sera lié au niveau de multiple payé et d'EBITDA cible retenu),..., et les « dérivés » dans le temps,..., et le cas échéant, modifier certaines « pratiques » d'acquisition/

Le calcul est bien sûr à affiner au cas par cas en fonction de différents contextes (niveau de prix payés, poids des opérations de croissance externe,...). Par exemple : prise en compte des flux, retraitement dans certains cas des management fees, en totalité ou partiellement.

Le groupe étant dans une logique stratégique (et non principalement financière dans le cadre d'un fonds), ces analyses, comme dans le cas de la mesure du retour sur investissement de certains actifs (ex : projets de R&D), doivent être considérés comme un outil de pilotage parmi d'autres et non comme un objectif en soi, à défaut de passer à côté d'opportunités intéressantes.

Ce type d'analyses, auxquels les groupes étaient beaucoup sensibles lorsque les amortissements du goodwill étaient obligatoires, permet toujours de se poser des questions intéressantes, avant, mais aussi après une acquisition.