

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Cahier : l'évaluation des PME, volet 2 / points d'attention sur la méthode des multiples
Page 13
- Réflexions sur l'exercice des PPA
Page 18
- Méthode bancaire / ou méthode de la capacité de remboursement
Page 22
- Point d'attention : de l'importance des définitions dans les formules de valorisation intégrées dans les pactes d'associés
Page 28

Lettre trimestrielle n°51 – 1^{er} trimestre 2026

Edito du Président :

Le 1^{er} trimestre confirme son statut de trimestre des « black swann ». Cette année, c'est la crise en Iran qui donne le ton, avec au-delà des tensions géopolitiques, de nouvelles tensions inflationnistes, une augmentation du prix de l'énergie, une poussée des taux (le taux OAT 10 ans a augmenté de 0,25 points sur la 2^{ème} quinzaine de mars 2026 après une baisse en février,...).

Ce trimestre est également marqué :

- **d'une part** par un nouvel exemple de la résilience des marchés en général aux crises géopolitiques (après une baisse « modeste des marchés » suite à la guerre en Iran, les cours sont repartis à la hausse avec la réouverture du détroit d'Ormuz),
- **et d'autre part**, un écart croissant entre les marchés européens qui font du surplace, voire évoluent en territoire négatifs, et les marchés américains, de nouveau orientés pour atteindre des records (à la date de publication de la lettre A3E).

Cet écart est lié à plusieurs facteurs : enjeux de l'IA pour laquelle l'Europe est très en retard, flou géopolitique et résultats contrastés des entreprises en Europe. Les marchés ont anticipé la stabilisation de la situation en Iran à la date de diffusion de la lettre A3E, sans savoir réellement si elle est durable, et faisant fi du fait que certains secteurs sont affectés par les fortes augmentations du coût de l'énergie et notamment du pétrole (ex : secteur du transport). La France a annoncé récemment un impact négatif de la guerre en Iran estimé à 6 mds €.

Cette résilience est en ligne avec ce que nous constatons depuis la crise sanitaire, et à ce que nous avons mis en évidence dans notre lettre du 4^{ème} trimestre 2025.

Les évaluations sont de plus en plus marquées, pour les groupes très implantés à l'étranger, par la très forte volatilité des devises (et notamment du dollar), qui font le yo-yo depuis plusieurs années, avec une très forte dégradation en 2025.

Les évolutions du poste écarts de conversion dans les états financiers des groupes est à cet égard très révélatrice. Les hypothèses sous-jacentes retenues dans les business plans en matière d'évolution des cours des devises sont à cet égard très structurantes, et l'association A3E va engager une réflexion sur ce sujet.

Comme indiqué précédemment, le fil conducteur des lettres A3E en 2026 sont les spécificités de l'évaluation des PME. Nous présentons dans cette lettre la synthèse des échanges autour de la mise en œuvre de la méthode des multiples et le prochain sujet traité concernera la méthode des DCF.

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 sur le 2^{ème} semestre 2026 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, concernée au secteur des fintechs.

La Journée Nationale de l'Evaluation, organisée par la CNCC et le CNOEC va se tenir le 13 octobre 2026 à Paris, sous un format d'une journée. Différents thèmes seront abordés, liés notamment à l'IA, l'ESG, la mise à jour de guides (diagnostic stratégique, apports et fusion,...) focus sur l'évaluation dans le retail. Plusieurs membres de l'association A3E participent activement à l'organisation des ateliers.

➤ Groupes de travail et thèmes de réflexion à venir :

- La mise en œuvre de la méthode des DCF pour l'évaluation des PME.
- La prise en compte dans les évaluations de la très forte volatilité sur les cours des devises,
- L'évaluation d'une société en décroissance régulière.

➤ 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 1^{er} 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.

L'administration fiscale a fait un retour fin mai 2025 avec un premier projet de guide mis à jour (contre initialement fin 2024 / début 2025), premier projet dont la diffusion reste à ce stade strictement réservé aux membres du groupe de consultation. Les représentants des différentes associations intervenant dans le groupe de consultation ont ensuite transmis dès juillet leurs commentaires sur ce premier projet de mise à jour. La DGFIP a ensuite diffusé aux organisations professionnelles la version mise à jour.

L'objectif est la transmission par la DGFIP d'une publication officielle à la fin du 1^{er} semestre 2026.

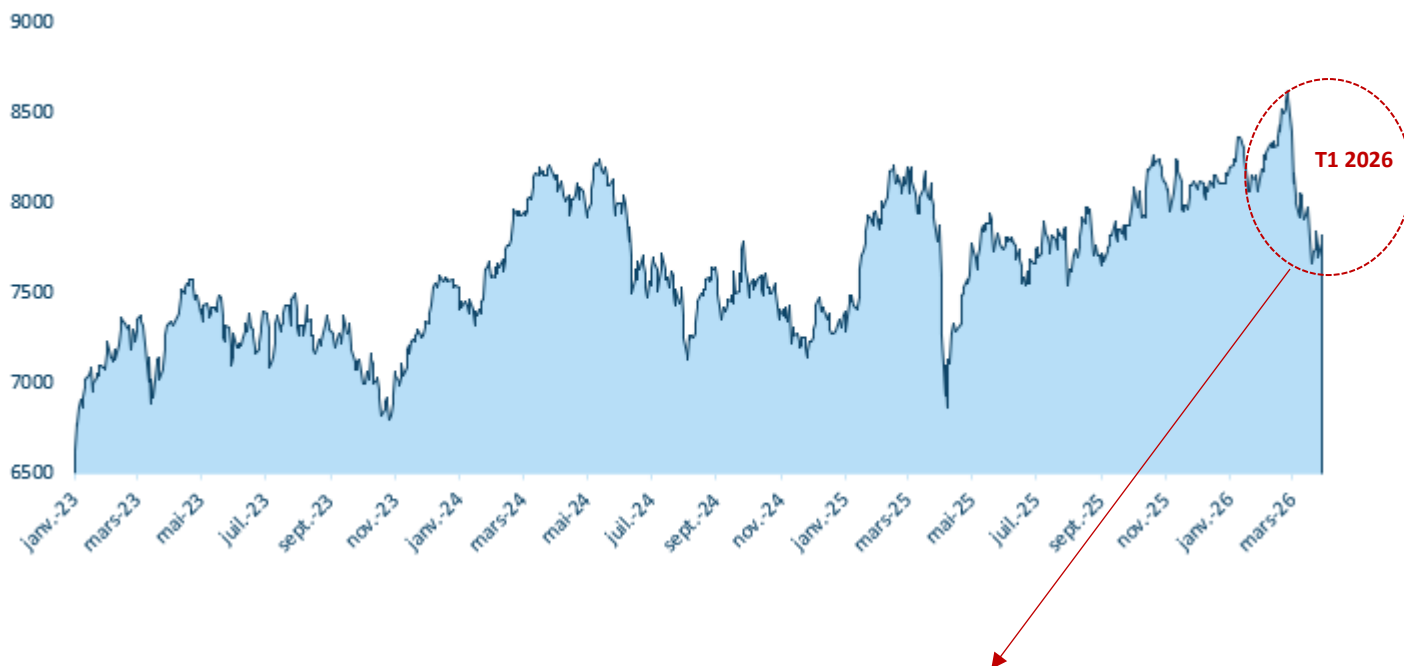
Pour mémoire, et bien qu'il ne s'agisse que d'une production sous la responsabilité de la seule DGFIP, les représentants de l'association ont contribué directement à la rédaction de la note 2 sur les approches directes et indirectes de l'évaluation des entreprises, et à celle de la note 4 sur les actifs incorporels (dans laquelle nous abordons notamment la méthode de la rente du goodwill, qui fait l'objet de nombreux contentieux avec l'administration fiscale).

INFO NEWS (suite)

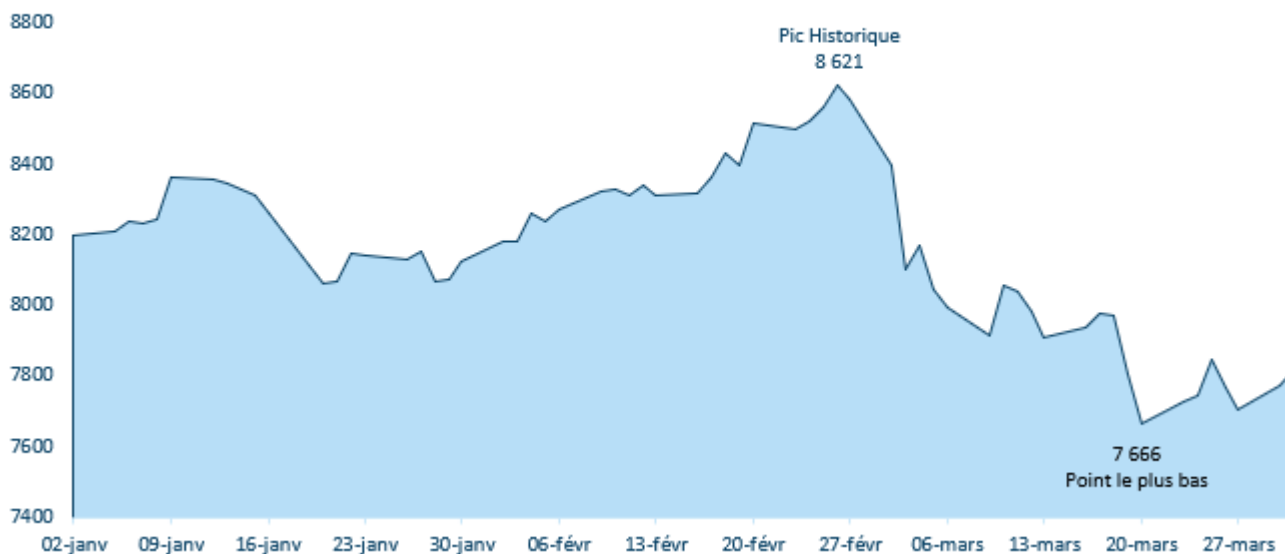
1. Les marchés boursiers erratiques, entre incertitudes et rebonds techniques :

Évolution du CAC 40 : renversement de tendance au premier trimestre 2026

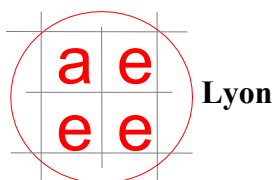
Evolution du CAC 40 : de janvier 2023 à avril 2026



Evolution du CAC 40 : T1 2026



Source : investing.com



Ce 1^{er} trimestre a montré une très forte volatilité, plus prononcée que celle observée sur le trimestre précédent.

Ces mouvements traduisent une dynamique de marché en deux temps :

- une phase très haussière portée par l'optimisme des investisseurs et des anticipations de politique monétaire plus accommodante, même si les investisseurs étaient dans l'attente de « catalyseurs économiques »,..., avec un pic historique du CAC 40 à fin février à 8621.
- un retournement brutal début mars 2026 avec la guerre en Iran, et ses impacts (poussée inflationniste, tensions sur les approvisionnements, augmentation du prix de l'énergie, hausse des taux,...),..., dans l'attente des publications de résultats.

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution des indices boursiers de certains pays sur le 1^e trimestre 2026, illustrant la disparité des performances selon les places boursières :

Évolution des indices boursiers		Rappel
Places boursières	T1 2026	T4 2025
S&P 500	(4,8%)	2,0%
France - CAC40	(4,6%)	2,3%
Allemagne - DAX	(7,6%)	1,6%
Espagne - Ibex 35	(2,5%)	11,4%
Angleterre - FTSE 100	2,3%	5,1%
Chine – Shanghai Composite	(3,3%)	0,9%

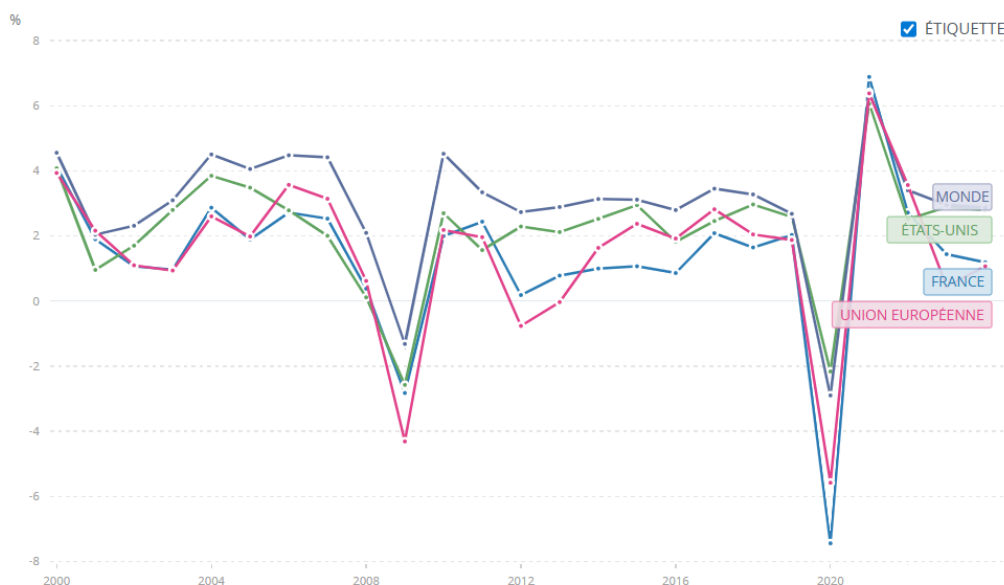
Source : investing.com

INFO NEWS (suite)

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

Note : Les chiffres définitifs pour le 1^{er} trimestre 2026 ne sont pas encore publiés. Les données présentées ci-dessus pour le T1 reposent sur les projections de la Banque de France et les acquis de croissance connus à fin mars 2026.

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 – Mars 2026, la croissance du PIB français s'est établie à 0,9% en 2025.

La croissance de l'activité sur le premier trimestre 2026 (+0,3%), risque d'être contrebalancée sur 2026 par l'impact de la guerre au moyen orient et des freins liés sur la croissance (forte hausse du prix de l'énergie,...).

Il est difficile de faire des prévisions compte tenu de l'ampleur des incertitudes. A ce jour, il semble que le taux de croissance attendu pour 2027 s'élève à +0,8%, plus faible qu'en 2026, et +1,2% en 2028),...,anticipant la résilience de l'économie française (!) au regard des crises passées.

L'emploi resterait globalement résilient, avec un taux de chômage proche de 7,6% à fin 2025, et en hausse jusqu'à mi 2026 pour atteindre 8%, puis un reflux serait observé en 2027. Enfin, le taux de chômage s'établirait à 7,6% au dernier trimestre 2028.

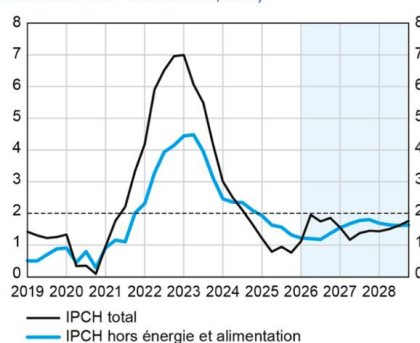
Le ratio de **dette publique atteindrait près de 120 % du PIB fin 2028**, malgré un déficit ramené sous 5 %.

INFO NEWS (suite)

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

Graphique : 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 quatrième trimestre 2025, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'inflation augmenterait à 1,7% en 2026, sous l'effet des prix de l'énergie, pour redescendre à 1,4% en 2027 (anticipation d'une baisse des prix de l'énergie), pour remonter à 1,6% en 2028. Le taux d'inflation resterait sous le seuil des 2% sur cet horizon.

L'inflation hors énergie et alimentation diminuerait à **1.2% en 2026** sous l'effet conjugué de la modération des prix à l'importation qui freineraient les prix des biens manufacturés à court terme, et du ralentissement des salaires nominaux qui se répercutent sur les prix des services. L'inflation alimentaire, progresserait-elle aussi à la suite de l'impact des conditions météorologiques sur le prix des engrais et produits frais, **passant de 1.5% en 2025 à 2% en 2026**.

Dans l'ensemble, ces projections traduisent une dynamique d'inflation toujours largement influencée par les évolutions des prix de l'énergie, qui constitue le principal facteur de variation à court terme. En parallèle, elles mettent en évidence une dynamique plus faible et contenue quant à l'inflation hors énergie, notamment dans les services et les secteurs dépendants des décisions publiques.

INFO NEWS (suite)

4. 1^{er} trimestre, fluctuation marquée des taux OAT 10 ans, sur une tendance haussière

Évolution des taux OAT 10 ans entre mars 2025 et mars 2026



Le 1^{er} trimestre 2026 est marqué par une très forte volatilité du taux des OAT : après une hausse significative et une stabilisation à un niveau élevé au quatrième trimestre 2025 (niveau moyen en décembre 2025 : 3.56%), le taux des OAT à 10 ans a baissé entre début janvier et fin février 2026, jusqu'à 3.33%, pour repartir à la hausse sur l'ensemble du mois de mars et atteindre quelques jours avant la clôture un pic à **3.93%**.

Ce niveau traduit le maintien d'une prime de risque significative sur la dette française dans un contexte dans lequel les préoccupations budgétaires demeurent centrales. La dette publique reste projetée à un niveau élevé pour 2026, soit 118% du PIB.

Les tensions politiques internes, notamment autour de l'exécution du budget 2026 et des ajustements nécessaires pour respecter les engagements européens, entretiennent un climat d'incertitude. Par ailleurs, l'environnement international reste caractérisé par des politiques monétaires globalement restrictives plus durables qu'anticipé ainsi que des risques géopolitiques importants, ce qui contribue à la hausse des taux souverains.

Le tableau ci-dessous met en évidence le taux des OAT 10 ans pour la France, l'Europe, l'Allemagne et les États-Unis pour 2024 et 2025, ainsi que les observations disponibles pour le T1 2026 (en moyenne).

Au cours du premier trimestre 2026, le spread entre l'OAT 10 ans et le Bund allemand 10 ans est resté orienté à la hausse, traduisant une perception accrue du risque souverain français. Il a évolué dans une fourchette globalement supérieure à celle observée en 2025, reflétant la prudence persistante des investisseurs.

Sur la même période, le taux Bund et le taux OAT 10 ans ont progressé de manière graduelle, respectivement +0.21% et +0.12%, s'inscrivant dans une dynamique de tension sur les marchés obligataires européens.

Taux OAT 10 ans - moyen			
Zone géographique	Moyenne 2024	Moyenne 2025	Moyenne T1 2026
Europe	2,98%	3,14%	3,22%
France	2,97%	3,37%	3,49%
Allemagne	2,34%	2,64%	2,85%
Etats-Unis	4,20%	4,29%	4,19%

*** 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 sont globalement orientés à la hausse au cours du premier trimestre 2026. La progression des taux OAT européens traduit une sensibilité accrue aux risques souverains, ces derniers restants toutefois proches 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, les TRI de marché ayant amorcé une légère remontée ce qui suggère un ajustement progressif de la valorisation des entreprises ;
- La courbe de taux demeure relativement « plate » sur les maturités plus élevées en comparaison des standards historiques, même si certains écarts de taux par maturité se sont élargis, notamment sur les maturités inférieures à 10 ans ;
- L'évolution des taux OAT ne s'aligne pas toujours avec celle des placements sans risques et autres produits d'épargne réglementée (CAT, Livret A, etc.) dont le rendement a fortement baissé 2025, et continue d'être bas.
- 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. Pour autant, les politiques des baisses des taux annoncées par certaines banques centrales en 2025 pour 2026 ne semblent plus à l'ordre du jour dans l'environnement géopolitique actuel.

INFO NEWS (suite)

5. Indice Argos (T4 2025) - PME non cotées : (indice T1 2026 non disponible à la date de diffusion de la lettre A3E)

L'indice (qui reflète davantage les niveaux de prix que les valeurs intrinsèques) marque un nouveau repli à 8,3x l'EBITDA au 4e trimestre 2025, après s'être établi à 8,7x au T3 2025, 9,2x au T2 2025, 9,5x au T1 2025, 9,8x au T4 2024 et 8,5x au T3 2024 (contre 9,0x fin 2023 et 9,9x fin 2022).

Argos Index® mid-market
Multiple médian EV/EBITDA sur 6 mois glissants



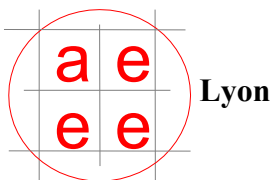
Source : Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Rappelons que les pics de valorisation à 10,5x–11,6x 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 est resté sous pression au quatrième trimestre 2025, dans un contexte de ralentissement persistant de l'activité M&A, en particulier le segment mid-market (transactions comprises entre 15 et 500 millions d'euros), malgré un rebond au second semestre des LBO de +30%, ainsi que certains facteurs de soutien : poursuite de la désinflation, conditions de financement moins contraignantes, niveau toujours élevé de « dry power » côté fonds.

Toutefois, le maintien de taux d'intérêt élevés sur l'ensemble de la période, combiné à des incertitudes politiques et budgétaires accrues ainsi qu'à un environnement international toujours marqué par des tensions géopolitiques, a continué de peser sur la dynamique transactionnelle.

Le coût du capital est resté à des niveaux élevés au T4 2025, en dépit des premières anticipations d'assouplissement monétaire, ce qui a contribué à maintenir une pression sur les niveaux de valorisation. L'indice Argos reflète ainsi un ajustement progressif des multiples, dans un marché où les investisseurs restent sélectifs sur les conditions d'exécution.



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)

⇒ **Pasqal, introduction en bourse en deux temps :**

L'accession de la société **Pasqal** au rang de première licorne française du quantique repose sur une valorisation de **2 milliards \$**, portée par sa technologie unique d'atomes neutres déjà intégrée par des acteurs industriels majeurs. Ce montant reflète selon les experts une prime à la souveraineté et à l'avance technologique dans un secteur où les barrières à l'entrée sont très significatives.

La stratégie d'introduction en bourse en deux temps est le point d'orgue de la société Pasqal : une fusion avec le SPAC Bleichroder sur le **Nasdaq** fin 2026 pour capter la liquidité américaine, doublée d'une cotation sur **Euronext Paris**. Ce montage permettrait de concilier une valorisation agressive, propre aux marchés US, avec un ancrage politique et financier européen.

En orchestrant ce grand écart transatlantique, Pasqal ne cherche plus seulement des capitaux, mais impose un nouveau standard de financement de la souveraineté technologique européenne.

⇒ **SpaceX, l'introduction en bourse du siècle à 1 500 milliards \$:**

L'introduction en bourse de SpaceX constitue l'un des événements financiers les plus attendus de la décennie. A partir de 2024, la valorisation de SpaceX connaît une accélération spectaculaire : estimée entre 150 et 210 milliards de dollars ; elle atteint environ 1 000 milliards fin 2025 lors d'une vente d'actions internes. En 2026, l'entreprise prépare activement son entrée en bourse.

L'opération pourrait être historique par son ampleur : **les estimations varient entre 1 000 et 1 750 milliards de dollars**, ce qui ferait de SpaceX l'une des entreprises les plus valorisées au monde lors de son introduction.

Concernant la levée de fonds, les montants attendus sont également exceptionnels, avec des projections allant de **30 à 75 milliards de dollars selon les scénarios**, ce qui dépasserait largement les records précédents d'IPO. Cette valorisation repose notamment sur la forte croissance de Starlink, le réseau internet satellitaire, ainsi que sur les activités de lancement spatial et les projets futurs comme Starship ou les infrastructures orbitales.

Ainsi, l'introduction en bourse de SpaceX s'inscrit dans une dynamique de financiarisation du secteur spatial et pourrait marquer un tournant majeur, en attirant massivement les investisseurs vers cette nouvelle économie de l'espace.

⇒ **Harmattan AI, montée en puissance de la défense technologique :**

Créée en 2024, Harmattan AI s'est imposé en un temps record comme l'une des nouvelles figures de la French Tech Défense. La société est spécialisée dans les systèmes autonomes militaires et les drones intégrant de l'intelligence artificielle. Elle incarne la montée en puissance d'un segment stratégique : **la défense technologique souveraine**.

Harmattan AI a atteint le statut de licorne début 2026, après une levée de fonds de 200 millions de dollars menée par Dassault Aviation. Cette levée de fonds a été réalisée sur la base d'une valorisation à environ **1,4 milliards de dollars**.

Harmattan AI illustre parfaitement la nouvelle équation des marchés privés : forte valorisation, mais exigence croissante de preuves industrielles et opérationnelles.

⇒ **Bataille pour SFR, changement de dynamique sur le marché des télécoms :**

Le début de l'année 2026 est marqué par une opération qui pourrait redessiner durablement le paysage européen des télécoms : le projet de rachat de SFR par un consortium réunissant Orange, Bouygues Telecom et Free, pour une valorisation estimée à environ 20 milliards d'euros. Ce projet est très inhabituel : trois concurrents historiques s'allient pour démanteler un quatrième acteur et stabiliser un marché structurellement sous pression.

Les synergies attendues sont considérables : rationalisation des réseaux, réduction des doublons d'investissements dans la fibre et amélioration mécanique des cash-flows futurs. Mais cette création de valeur potentielle s'accompagne d'un risque majeur : celui du passage devant les autorités de la concurrence européenne, capables de fortement conditionner l'opération.

Ce deal envoie un signal fort : en 2026, le M&A n'est plus seulement un levier de croissance, mais un outil de réorganisation industrielle stratégique.

⇒ **Loi Omnibus, vers une redéfinition du reporting extra-financier :**

Adoptée pour simplifier le cadre du Pacte vert, la « loi Omnibus » (2025-2026) revoit en profondeur le périmètre de la Corporate Sustainability Reporting Directive en relevant fortement les seuils d'application. En pratique, seules les très grandes entreprises restent soumises à des obligations strictes, ce qui exclut environ 80% des sociétés initialement concernées. Cette réforme répond à une critique récurrente : le coût élevé et la complexité du reporting extra-financier.

Pour les entreprises de taille intermédiaire, l'allègement représente un gain immédiat en termes de coûts et de flexibilité financière. A l'inverse, les groupes tels que Total Energies ou LVMH restent pleinement « exposés », accentuant une forme de dualité dans le paysage économique.

Bien que les fonds d'investissement restent sur la dynamique d'intégrer dans le processus d'acquisition des critères ESG, cette directive est un frein important à l'engagement des entreprises vis-à-vis de la gestion du risque climatique.

Cahier sur les spécificités de l'évaluation des PME

Volet 2

Mise en œuvre de la méthode des multiples

Christophe VELUT
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS

Nous avons présenté dans la lettre A3E n° 48 du T2 2025 le 1^{er} volet du cahier sur les spécificités de l'évaluation des PME concernant le diagnostic.

Le 2^{ème} volet annoncé concerne les spécificités de la mise en œuvre de la méthode des multiples dans le cadre de l'évaluation des PME.

La synthèse présentée ci-après a été établie suite à une analyse réalisée par un groupe de travail constituant des membres de l'association et échangée avec les membres d'A3E lors d'une réunion plénière A3E le 20 janvier 2026.

La synthèse des analyses est présentée ci-après. Elle ne reprend qu'une partie de la synthèse, très riche, établie par le groupe de travail :

⇒ **Généralités :**

- La méthode des multiples couvre en réalité différentes méthodes analogiques (ex : transactions comparables, multiples sectoriels, transactions sur le titre, comparables boursiers,...). Ces méthodes reposent sur des fondamentaux théoriques identiques mais présentant chacune des spécificités très différentes (accès à l'information, comparabilité,...).
- L'évaluation selon la méthode des multiples repose sur une logique très différente du multiple induit d'une transaction, qui est l'aboutissement d'une analyse reposant généralement sur l'analyse de prévisions, sur des hypothèses de sorties, sur des négociations,...).
- Il est généralement indispensable de disposer d'informations prévisionnelles correspondant aux différents agrégats (CA, EBITDA, BFR et CAPEX), permettant de voir la trajectoire de l'entreprise et d'identifier la sensibilité entre eux des différents agrégats.
- Même si la méthode des multiples utilise un ou 2 agrégats (ex : EBITDA ou EBIT),
- Il convient d'être très vigilant sur le référentiel comptable et la cohérence avec le multiple induit. Le multiple est souvent très différent si l'on prend en compte un EBITDA pré ou post IFRS 16 (l'EBITDA est plus faible si on raisonne en EBITDA pré-IFRS 16).
- La méthode des multiples ne pourra être utilisée que si l'on arrive à identifier des transactions réellement comparables. A défaut, la méthode des multiples sera utilisée non pas à titre de méthode principale, mais à titre de méthode de recoupement,..., voire non retenue.

- La volatilité des valeurs des sociétés non cotées est généralement plus faible, voire beaucoup plus faible que celle des sociétés cotées,
- Le fait d'évaluer une PME ne dispense pas de réaliser un diagnostic préalable (cf volet 1 sle diagnostic).

⇒ Agrégat unique versus moyenne calculée sur plusieurs années :

- Compte tenu de la très forte volatilité des résultats depuis la crise en Ukraine (liée à plusieurs facteurs (ex : contraintes d'inflation, enjeux d'approvisionnement,...), il sera souvent pertinent de retenir une moyenne d'agrégats sur 2 ou plusieurs années, retraitées des éléments exceptionnels, afin de refléter la trajectoire et les risques,
- La moyenne pourra utilement prendre en compte une année passée, l'année en cours et une année prévisionnelle, à condition que la société dispose d'un processus budgétaire conduisant à l'établissement d'un budget. Une année au-delà de N+1 ne sera pertinente que si la société dispose d'une information « construite », ET que cette information est disponible dans les bases de données (c'est généralement le cas pour les comparables boursiers, plus rarement dans le cas de transactions comparables),
- L'analyse sera plus pertinente si l'on dispose de prévisions sur une plus longue période (ex : 5 ans), qui sera utile de toute façon pour la mise en œuvre de la méthode des DCF,
- La méthode des multiples sera souvent peu pertinente pour les secteurs dont la trajectoire évolue de manière significative à la hausse ou à la baisse, sauf dans les cas où la trajectoire est en ligne avec la trajectoire sectorielle,
- Une pondération « de principe » n'est souvent pas pertinente. Il est important de vérifier que la moyenne est cohérente au regard de la trajectoire, calculée en retenant des agrégats normatifs.

⇒ Indicateurs de comparabilité :

L'analyse de comparabilité est clé dans l'évaluation d'une PME dans le contexte où les analyses sont souvent rendues difficiles par le manque d'informations, notamment sur les transactions comparables.

Il convient de distinguer les critères préliminaires et les critères de comparabilité.

- **Etape 1 : critères préliminaires de pré-sélection :**

**Il convient de ne retenir au préalable uniquement des sociétés présumées comparables.
Exemples de critères d'analyses :**

- Le secteur d'activité et plus précisément le business model au sein du secteur d'activité. Ainsi, dans un même secteur comme celui de la santé, une entreprise qui ne fait que de la distribution a un business model très différent d'une entreprise qui fait de la R&D,

- La diversification géographique : si la société que l'on évalue réalise 100% de son CA en France, il sera généralement peu pertinent de l'évaluer avec une société qui réalise l'essentiel de son CA à l'étranger,
- La diversification sectorielle : si la société que l'on évalue réalise 100% de son CA sur un seul secteur, il sera généralement peu pertinent de l'évaluer avec une société qui réalise l'essentiel de son CA sur 2 ou plusieurs secteurs d'activité très différents.

○ **Etapes 2 : critères de comparabilité**

Pour les sociétés ayant passé le filtre de l'étape 1 supra, il convient d'analyser la comparabilité en retenant plusieurs critères, qui ne doivent pas se limiter à une prime de taille, comme c'est souvent effectué.

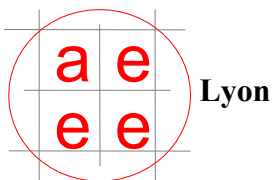
Il est important de noter que les modèles de calcul de primes de taille sont généralement moins pertinents (voire peu ou pas pertinents) pour les PME a fortiori non cotées que pour les groupes cotés. Cela conduit certaines évaluations à se baser sur des décotes de taille déterminées de manière totalement arbitraires, qui peuvent conduire à sous ou surévaluer les sociétés.

Les critères utilisés pour apprécier la comparabilité sont généralement différents selon les sociétés. Exemples de critères autres que la prime de taille :

- *Taux de croissance du CA ou de la rentabilité. Une transaction portant sur une société dont la croissance est 2 fois supérieure à la croissance sectorielle sera généralement effectuée à des multiples plus élevés, mais d'autres critères justifiant la croissance auront aussi un effet sur le niveau de multiple (croissance des revenus récurrents, effet volume couplé au pricing power,...).*
- *Niveaux d'endettement. Une transaction portant sur une société dont le niveau d'endettement est excessif, voire saturé, pourra être réalisée avec un multiple plus bas,*
- *Niveaux de CAPEX ou de BFR. La présomption que le multiple intègre nécessairement un niveau de CAPEX et de BFR comparable n'est pas pertinente si la société a des niveaux de CAPEX et de BFR très différents du secteur,*
- *Niveaux de valorisation liés au pays de la transaction comparable (ex : les multiples de transactions sont généralement plus élevés en Allemagne qu'en France).*

Ces analyses pourront conduire l'évaluateur :

- *Soit à exclure certaines transactions comparables,*
- *Soit à ajuster les multiples des transactions comparables (solution pertinente dans le principe, mais dont l'application pratique est souvent difficile),*
- *Soit à ajuster le multiple retenu pour l'évaluation.*



⇒ Transactions comparables :

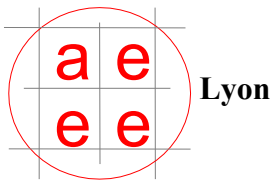
- L'application de la méthode des transactions en tant que méthode principale suppose d'avoir identifié des transactions « réellement comparables ». Cf supra,
- Dans le cas des PME, l'information est généralement plus difficile à obtenir / moins accessible, que pour les comparables boursiers,
- Il convient de privilégier un échantillon réduit de transactions avec une comparabilité forte à un échantillon large de sociétés non directement comparables,
- En cas de comparabilité non satisfaisante conduisant à un échantillon trop étroit, il convient de se poser la question de retenir cette méthode, notamment comme méthode principale,
- Il convient d'identifier les situations conduisant à une majoration ou une minoration des multiples.
Exemple de situation pouvant conduire à une majoration du multiple de transaction : groupes étrangers qui achète une société française pour accéder au marché français,
Exemple de situations pouvant conduire à une minoration du multiple de transaction : vente forcée, société rentable, mais qui ne dispose pas du financement de sa croissance.
- La limite de cette méthode est souvent liée à l'indisponibilité des informations clés, notamment l'agrégat normatif utilisé, qui peut être très différent des agrégats publiés en N et N+1.

⇒ Comparables boursiers :

- La méthode des comparables boursiers sera souvent exclue en l'absence de données comparables (en termes de tailles, de diversification géographique et sectorielle,...),
- L'application d'une décote (ex : 30%) à des multiples calculés sur la base de sociétés boursières non comparables, n'est pas considérée comme satisfaisante,
- L'application de la méthode des comparables boursiers suppose de disposer de données prévisionnelles minima sur N+1 et idéalement sur N+2, car les cours de bourse reflètent les anticipations du marché,
- Les cours de bourse sont généralement très volatiles, car les variations intègrent des données macro-économiques et géopolitiques,

⇒ Multiples sectoriels :

- Il est important de vérifier la source des multiples sectoriels et de vérifier que le multiple correspond bien aux transactions les plus récentes (ex des logiciels, pour lesquels on a convergé d'une approche de multiple d'ARR à une approche de multiple d'EBITDA),..., aux impacts en termes de valorisation très différents,



- La pertinence du multiple sectoriel doit notamment être appréciée au regard de la taille (les multiples sectoriels appliqués à des TPE répondent à des logiques de fonds de commerce, souvent valorisées en % du CA). Elles ne sont généralement pas pertinentes pour évaluer les PME.

⇒ **Transactions sur le titre :**

- Il est important d'identifier les transactions récentes sur les titres, notamment si elles résultent de l'application d'une formule de valorisation. En revanche, la méthode des transactions sur le titre ne sera retenue dans l'approche d'évaluation que si elle est jugée pertinente,
- Exemples de transactions non retenues : absence de valorisation sous-jacente à la valorisation / contexte spécifique à la valorisation / absence de logique de valorisation -ex : capitaux propres retenus,...

⇒ **Approche multicritères :**

- Les différentes méthodes des multiples reposant sur des fondamentaux théoriques identiques, il sera généralement pertinent de mettre en œuvre la méthode des DCF et ne pas se limiter à appliquer 2 voire 3 méthodes analogiques.
- Un écart significatif entre les différentes méthodes doit amener à approfondir l'analyse (ex : compatibilité des hypothèses sous-jacentes,...), car l'écart peut introduire un biais (ex : *de facto* une décote) non justifié,
- L'approche multicritères devra bien mettre en évidence les méthodes utilisées à titre principal des méthodes utilisées à titre de recoupement. Comme indiqué ci-dessus, les méthodes des multiples seront dans certains cas utilisées uniquement à titre de recoupement, voire exclues (cas dans certaines situations des comparables boursiers).

Réflexions sur l'exercice des PPA (allocation du prix d'acquisition)

Benoît NOWACZYK
Membre d'A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS

⇒ Le PPA : un exercice tourné vers le passé, des effets ancrés dans le futur

Le Purchase Price Allocation est défini comme une étape technique post-acquisition : nécessaire, encadrée, mais en apparence neutre ne serait-ce que par la sémantique retenue pour le qualifier : il s'agit d'affecter un écart d'acquisition, pas de le créer. Cette lecture mérite d'être questionnée.

Car le PPA ne se contente pas de traduire une transaction — il en organise les conséquences comptables pour les années qui suivent.

⇒ Un exercice structuré... mais fondé sur une rationalité reconstruite

Le cadre normatif du PPA est bien connu. Il repose sur une logique séquentielle : déterminer le prix d'acquisition, identifier les actifs et passifs acquis, les évaluer à leur juste valeur, puis affecter le résiduel en goodwill. Cette mécanique, largement documentée, donne une impression de rigueur et d'objectivité.

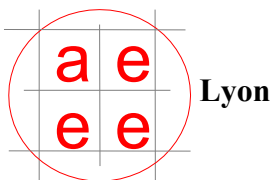
Elle conduit notamment à reconnaître, au-delà des éléments figurant déjà au bilan de la cible, un ensemble d'actifs incorporels : relations clients, contrats, marques, technologies,.... Cette exigence d'identification extensive répond à une logique économique : isoler les sources de valeur sous-jacentes à l'opération.

Mais cette construction repose en pratique sur un socle d'hypothèses : durée de vie des actifs, taux d'actualisation, profils d'attrition, niveaux de rentabilité futurs ; autant de paramètres qui conditionnent directement les valeurs retenues. Dans la majorité des cas, ces évaluations mobilisent des données non observables et relèvent de modèles internes.

Au-delà de ces aspects techniques, il convient de rappeler que l'ensemble des normes qui encadrent le PPA s'inscrivent dans une approche conceptuelle particulièrement aboutie, visant à assurer une cohérence globale entre prix d'acquisition, flux futurs attendus et valeur des actifs identifiés et dont la manifestation la plus parlante est la nécessaire réconciliation entre le TRI de l'opération, le WACC utilisé pour l'évaluation des différents actifs et le WARA issu des différentes valorisations réalisées.

Dans cette logique, le prix payé est supposé refléter une anticipation rationnelle des performances futures — ce que traduisent, en théorie, des outils tels que le TRI, construit à partir d'un business plan cohérent avec les hypothèses de valorisation.

La pratique est souvent plus nuancée.



Les conditions de négociation, les dynamiques concurrentielles, les considérations stratégiques ou encore les asymétries d'information conduisent fréquemment à des prix qui s'éloignent d'une construction strictement financière. Le prix d'acquisition résulte alors moins d'un équilibre théorique que d'un point de rencontre entre des intérêts divergents.

Dans ce contexte, le PPA revient, a posteriori, à réintroduire une forme de rationalité économique dans un prix qui ne procède pas toujours d'une telle logique.

Ainsi, le PPA ne traduit pas seulement la transaction : il en propose une lecture structurée, parfois plus ordonnée que la réalité qui l'a engendré.

⇒ Le PPA transforme la performance future

L'effet le plus structurant du PPA tient aux impacts sur le compte de résultat qu'il provoque : en réallouant le prix d'acquisition entre goodwill et actifs identifiables — dont une partie est amortissable — le PPA organise une réallocation dans le temps de la performance économique : une valeur payée aujourd'hui devient, en partie, une charge comptable demain.

Ce mécanisme est particulièrement visible dans certains cas.

La revalorisation des stocks, d'abord, produit un effet immédiat. En augmentant la valeur d'entrée des stocks, elle dégrade mécaniquement la marge lors de leur écoulement. Sans que la performance opérationnelle réelle ne se soit modifiée, le compte de résultat suivant l'acquisition présente *de facto* une rentabilité dégradée.

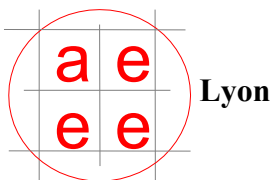
Les actifs incorporels amortissables prolongent ce phénomène dans le temps. Une fois valorisés, ils donnent lieu à des dotations aux amortissements parfois significatives, sur des durées souvent relativement courtes.

Bien entendu, cela allège corrélativement les exigences de rentabilité qui pèse sur l'entité dans le cadre des tests de dépréciation à réaliser sur le goodwill, mais que l'on ne s'y trompe pas, dans le premier cas de figure, la rentabilité d'exploitation est impactée, indépendamment de la dynamique opérationnelle.

Ce phénomène est particulier criant avec la revalorisation des contrats clients qui ont généralement une durée de vie résiduelle réduite. Là encore, l'impact sur l'exercice suivant l'acquisition peut être significativement défavorable...

Le PPA introduit ainsi une forme de dette de résultat : une partie du prix payé est reconnue plus ou moins rapidement en charges, selon un calendrier déterminé dès l'origine. Cette logique crée une asymétrie fondamentale.

La valeur est reconnue immédiatement au bilan, mais ses effets sur le résultat sont étalés dans le temps. Ce décalage n'est pas neutre : il façonne durablement la perception de la performance. En ce sens, le PPA n'alloue pas seulement un prix : il organise la temporalité du résultat.



⇒ Une lecture complexifiée de la performance

Les conséquences de ce mécanisme apparaissent rapidement dans la lecture des comptes.

La première tient à la dégradation apparente des marges. Sous l'effet combiné de la revalorisation des stocks et des amortissements d'actifs incorporels, les niveaux de rentabilité post-acquisition peuvent se trouver significativement réduits, sans que l'activité elle-même n'ait changé de nature.

Il en résulte une dissociation croissante entre performance économique et performance comptable. Là où l'exploitation peut rester stable, voire s'améliorer, les indicateurs financiers reflètent une pression à la baisse.

Pour les utilisateurs des comptes, cette situation complexifie la lecture. Elle suppose d'identifier, d'isoler, voire de retraiter les effets liés au PPA pour appréhender la performance sous-jacente. Dans les faits, cela conduit fréquemment à la multiplication d'indicateurs ajustés ou à des lectures "corrigées" du résultat.

Mais ces retraitements, lorsqu'ils existent, ne sont ni normés, ni toujours homogènes.

Le PPA introduit ainsi une distorsion temporelle du résultat : des charges qui traduisent une allocation passée viennent altérer la lecture d'une performance présente.

⇒ Un sujet encore trop peu anticipé

Ce caractère structurant du PPA contraste avec la place qu'il occupe dans les analyses en amont.

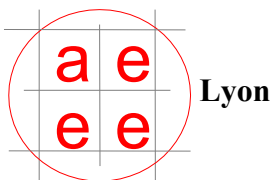
Dans de nombreux cas, les impacts futurs du PPA ne sont pas complètement intégrés dans la réflexion initiale.

L'exercice est perçu comme une conséquence technique, nécessaire mais secondaire. Plusieurs facteurs expliquent cette situation :

- la temporalité du processus d'acquisition, d'abord : la pression du closing concentre l'attention sur la négociation du prix, la structuration juridique, les conditions suspensives et d'exécution de l'opération. Les effets comptables post-acquisition passent au second plan.
- l'organisation des équipes, ensuite : les professionnels qui négocient l'opération ne sont pas toujours ceux qui en vivront les conséquences comptables. Ce cloisonnement entre la sphère M&A et la sphère financière crée un angle mort structurel.

Enfin, une certaine représentation du PPA lui-même : perçu comme un exercice de mise en conformité normative, il est rarement appréhendé comme ce qu'il est aussi — un outil de projection du résultat futur.

Or, les choix opérés à cette occasion — notamment en matière de valorisation des actifs incorporels et de durées d'amortissement — conditionnent directement le profil de résultat des exercices à venir.



⇒ Changer de regard sur le PPA

Pour ces raisons, le PPA ne saurait être réduit à un exercice de conformité ou à une simple étape de valorisation.

Il constitue un mécanisme structurant du résultat futur, dont les effets dépassent largement la date d'acquisition. À travers les choix qu'il implique, il redessine la trajectoire comptable de l'entité pour des années.

C'est précisément là que réside le rôle de l'évaluateur — non pas seulement comme technicien de la juste valeur, mais comme interlocuteur capable d'éclairer les décideurs sur ce que cette allocation produira dans le temps.

Car la vraie question n'est pas : "avons-nous bien fait le PPA ?" Elle est : "savions-nous, au moment de l'acquisition, ce que l'exercice du PPA allait avoir comme impact sur nos comptes ?"

La méthode bancaire, ou méthode de la capacité de remboursement

*Jean-Pierre DUC
Membre d'A3E
Associé, Losange Conseil*

1- INTRODUCTION

La méthode bancaire, utilisée à l'origine par les banques, s'est progressivement installée depuis un certain nombre d'années, notamment dans l'évaluation des TPE-PME.

Avec les méthodes classiques, la valeur de l'entreprise ou des titres s'obtient en utilisant des indicateurs de performances (EBIT, EBITDA, CAF, Flux prévisionnels...) que l'on actualise ou multiplie.

Avec la méthode bancaire, **la valeur de l'entreprise ou des titres s'obtient en additionnant tous les financements qu'un acquéreur potentiel est susceptible de mobiliser pour son obtention.**

Les modes de financement d'une acquisition de TPE-PME sont relativement limités par rapport aux entreprises de taille plus importantes.

Ils se résument souvent à un apport en capital de(s) l'acquéreur(s) et un ou plusieurs financements bancaires par emprunt.

Des fonds d'investissements interviennent parfois en capital et en obligations, convertibles ou non en actions, dans les PME-TPE. Ça ne change rien à la méthode que nous allons exposer ci-après. Il suffit d'ajouter au modèle autant de lignes que de financement de l'élément évalué.

Dans le cas de l'apport en capital de(s) l'acquéreur(s) et de financement bancaire, l'évaluateur va **se « mettre à la place » du banquier qui**, à partir d'un indicateur (CAF totale ou CAF d'exploitation Cf. ci-après) donné **va déterminer la capacité de remboursement¹ de l'entreprise et en déduire le montant de l'emprunt possible.**

En fonction du Taux d'apport « normal » exigé par le banquier, l'évaluateur déterminera le montant de l'apport

Par addition de ces deux montants nous obtenons, suivant l'indicateur choisi, la valeur de l'entreprise ou celle des titres après avoir appliqué si besoin quelques correctifs (cf. ci-après).

¹ La méthode bancaire se nomme aussi méthode capacité de remboursement ou capacité de financement.

2- MODALITES D'APPLICATION

Il existe deux modalités d'application de la méthode bancaire :

- Soit la Méthode bancaire indirecte : on détermine d'abord la valeur d'entreprise (VE, puis en enlevant l'endettement financier net assimilé (EFN), on obtient la valeur des titres .
- Soit la Méthode bancaire directe : on valorise les titres directement à partir de l'indicateur choisi.

Les deux façons d'appliquer la méthode bancaire se différencient par le choix de l'indicateur et les correctifs à opérer.

Dans les deux méthodes, les indicateurs choisis sont déterminés de la même façon que dans la méthode des multiples, c'est-à-dire sur les mêmes périodes avec les mêmes pondérations et avec les mêmes retraitements (location financement, rémunération normée des dirigeants...).

Dans la méthode indirecte, l'indicateur utilisé pour valoriser la capacité de remboursement est la CAF d'exploitation qui est égale à l'EBITDA diminué de l'IS théorique sur l'EBIT. Pourquoi cet indicateur ?

- d'une part, parce qu'il ne comporte pas de charge financière nette, ce qui est logique puisqu'il vise à déterminer la valeur de l'entreprise (VE), indépendamment de son financement, et qu'il ne doit donc prendre en compte aucun produit ou charge financière.
- d'autre part, après impôt, car pour assurer correctement le service de la dette, l'indicateur choisi devra avoir subi la fiscalité.

Par ailleurs le seul correctif à utiliser est celui de l'investissement de mise à niveau que nous définirons ci-après.

Dans la méthode directe, l'indicateur utilisé pour valoriser la capacité de remboursement est la CAF et plusieurs correctifs sont à opérer en sus de la précédente (notamment détermination de la part de CAF nécessaire au remboursement de la dette excédentaire existante...).

Cette dernière est plus complexe et plus subjective que la méthode indirecte. De plus, la méthode indirecte est en général à privilégier dans les TPE-PME. En effet, les politiques financières et la gestion de trésorerie sont généralement moins présentes que dans les entreprises plus importantes et donc l'endettement financier net est moins bien pris en compte dans les méthodes directes.

Nous décrivons donc ci-après la méthode indirecte.

3- DESCRIPTION DE LA METHODE BANCAIRE INDIRECTE

3.1 Capacité de remboursement et endettement bancaire finançant l'acquisition

Pour déterminer la capacité de remboursement, à partir de la **CAF d'exploitation** (EBITDA – (IS sur EBIT)), nous déterminons la **CAF disponible** qui est ensuite exprimée en pourcentage de la CAF d'exploitation.

De cette CAF disponible nous passerons à la CAF utilisable, qui correspond à la part de CAF d'exploitation qui peut être utilisée raisonnablement et avec prudence pour assurer le service de la dette.

En effet, la CAF d'exploitation n'est pas totalement disponible pour rembourser l'emprunt bancaire finançant l'acquisition. Il faut avant cela :

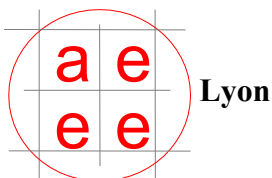
- **Financer les CAPEX** (dépenses d'investissements) nécessaires à la génération de la CAF d'exploitation, I.E. au **maintien et au développement de l'entreprise**. Il suffira, de calculer la moyenne annuelle, des investissements nécessaires issus du business plan. Afin de ne pas fausser les calculs on distingue dans le plan d'investissements :
 - **Les investissements nécessaires au maintien et au développement de l'outil économique**, relativement réguliers.
 - **Les investissements de mise à niveau de l'outil**, plus ponctuels et donc plus irréguliers. Il s'agit des investissements lourds de mise en conformité, mise aux normes, changement d'une ou plusieurs matériels clés obsolètes, souvent amortis et devant être renouvelés... **Ces derniers font l'objet du correctif ci-après (cf partie 3.2).**
- **Financer les frais financiers relatifs aux emprunts nécessaires au CAPEX**. Ils sont calculés, après impôts, à partir d'un taux normal d'endettement (souvent 30 à 50%) destiné au financement du CAPEX dans ce type d'entreprise.
- **Financer la variation du BFR** calculé en moyenne annuelle à partir du BP comme pour le CAPEX.

On a CAF disponible = CAF d'exploitation – CAPEX – Frais financiers emprunts CAPEX- Variation de BFR , que l'on exprimera en pourcentage de la CAF d'exploitation.

Pour aboutir à la **CAF utilisable** nous allons **déduire de la CAF disponible une marge de sécurité que les banquiers utilisent en analyse crédit, par prudence, pour faire face à des imprévus qui viendraient perturber la réalisation du BP et minimiser la CAF d'exploitation retenue.**

Les banquiers la déterminent à partir du ratio **DSCR²** qui est égal au rapport CAF disponible / service de la dette ou Capital disponible/Annuités de remboursement (de l'emprunt d'acquisition). **Cette marge de sécurité est égale à l'unité - l'inverse du DSCR (1-1/DSCR).** Dans les TPE-PME le DSCR est de l'ordre de 1,05 à 1,40 suivant les secteurs et l'état de santé des PME.

² DSCR = Debt Service Coverage Ratio



La CAF utilisable est donc égale à CAF disponible/DSCR. Elle correspond à l'annuité de remboursement possible de l'emprunt finançant l'acquisition.

Pour illustrer notre propos, supposons que la CAF d'exploitation soit de 1.000, avec :

- Un CAPEX moyen annuel, représentant 10% de la CAF d'exploitation,
- Un accroissement de BFR annuel, représentant 4% en moyenne de la CAF d'exploitation,
- Des frais financiers après IS relatifs aux emprunts finançant le CAPEX représentant 2% de la CAF d'exploitation,
- Un DSCR de 1,20.

Nous avons :

- CAF disponible = $84\%^3$ de la CAF d'exploitation = $84\% \times 1.000 = 840$,
- CAF utilisable = CAF disponible / DSCR = $840 / 1,20 = 700$, soit une marge de sécurité de 140 représentant 16,7% de la CAF disponible.

NB : Nous aurions pu calculer directement la CAF utilisable sans passer par la CAF disponible. Nous le déconseillons. En effet, certains banquiers confondant CAF utilisable et CAF disponible recalculent le DSCR sur la CAF utilisable, comptant ainsi deux fois la marge de sécurité ce qui réduit le montant de l'annuité de l'emprunt et ainsi l'emprunt et ipso facto la valeur de l'entreprise.

Il ne reste plus qu'à déterminer le montant de l'emprunt nécessaire au financement de l'acquisition de l'entreprise.

Pour ce faire nous considérons un emprunt à annuité constante. Nous avons l'annuité, il nous suffit de connaître le nombre d'années et le taux de l'emprunt et nous pourrions déterminer cet emprunt mobilisable pour financer l'acquisition.

En général le nombre d'années est de 5 à 7 ans. Pour choisir la bonne durée, Il suffit de se demander quelle durée accorderait le banquier pour cet emprunt ? Plus l'entreprise offre de stabilité et de visibilité, plus le délai se situera sur le haut de la fourchette. Dans certains secteurs d'activités la durée peut-être significativement plus longue (immobilier, pharmacie, orthodontistes...).

Le taux d'intérêt est celui qui serait raisonnablement accordé à cette entreprise.

Le choix de la durée est beaucoup plus impactant que le choix du taux.

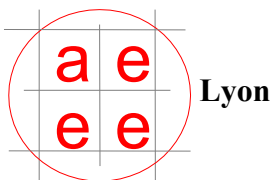
Ces éléments connus le montant de l'emprunt peut-être facilement déterminé :

- soit en utilisant la formule⁴,
- soit en utilisant la fonction Excel, VA (Valeur actuelle).

Ainsi avec Excel : Montant emprunt = - VA (taux annuel ; durée ; annuité)

³ $84\% = 100\% - 10\% - 4\% - 2\%$

⁴ $C = A \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$ Avec C le montant de l'emprunt, A l'annuité, n la durée en années et i le taux d'intérêt



Reprenons l'exemple ci-avant, nous avons :

- annuité : 700
- taux : 4% (donnée)
- durée : 7 ans

Montant de l'emprunt = $-VA(700 ; 4\% ; 7) = 4.201$.

3.2 Apport des associés acquéreurs

Le montant de(s) l'apport(s) des associés acquéreurs dépend(ent) **du taux d'apport exigé par un banquier pour une entreprise moyenne de ce secteur et de cette taille.**

Il ne s'agit, en aucun cas, du niveau d'apport possible pour l'acquéreur. Car la valeur de l'entreprise varierait au gré des acquéreurs et de leurs possibilités.

Il ne s'agit pas non plus de l'apport plus faible qu'exigerait un banquier pour une entreprise en meilleure santé qu'une entreprise moyenne du secteur. Car cela pénaliserait l'entreprise en bonne santé qui, de facto, serait moins valorisée.

Ce taux est très variable il se situe souvent, suivant les secteurs entre 20 et 50%.

Le taux d'apport s'apprécie en général par rapport à la totalité des financements (emprunt + apports).

Le montant de l'apport sera donc égal à : montant de l'emprunt X taux d'apport / (1-taux d'apport).

En effet, si le taux d'apport est de 30% de la totalité des financements, l'emprunt en représente 70% (soit 1-30%). En conséquence l'apport devra représenter $30/70 \times$ emprunt.

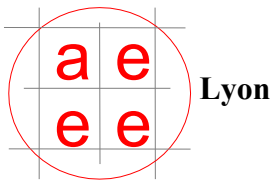
En l'espèce on aura : $4.201 \times 30/70 = 1.800$

3.3 Correctif investissement de mise à niveau

Nous avons pris soin de sortir les investissements de mise à niveau du CAPEX utilisé pour déterminer la CAF disponible et la CAF utilisable. Si de gros investissements ponctuels sont nécessaires pour permettre un fonctionnement normal et durable de l'outil économique il convient de les enlever de la valeur de l'entreprise. Nous enlèverons les investissements nets de prix de cession des matériels obsolètes, actualisés au WACC /CMPC, s'ils s'échelonnent dans le temps, et corrigés des économies d'impôts liées à l'amortissement des CAPEX. Ces dernières seront également actualisées

Supposons que des investissements de sécurité, de mise en conformité et de remplacement d'un matériel important, amorti et obsolète soient nécessaires très rapidement et représentent 500 K€. **Il conviendra d'enlever ce montant dans le calcul de la valeur de l'entreprise.**

Si ces investissements de mise à niveau s'échelonnent dans le temps il conviendra de les actualiser au WACC ou CMPC.



3.4 Valeur de l'entreprise et Valeur des titres

Dans la méthode bancaire indirecte on a :

Valeur de l'entreprise = Montant de l'emprunt nécessaire au financement de l'acquisition de l'entreprise + Apport nécessaire – correctif investissements de mise à niveau

Et Valeur des titres = Valeur de l'entreprise- Endettement financier net ajusté⁵

Ce qui donne dans notre exemple en prenant un endettement financier net ajusté de la société à la date d'acquisition de 1.450 :

Valeur de l'entreprise = 4.201 (emprunt) +1.800 (apport) -500 (correctif investissement) = 5.501 arrondis à 5.500

Valeur des titres = 5.500 (VE) -1.450 (EFN) = 4.050

4- CONCLUSION : INTERETS ET LIMITES

L'avantage de cette méthode est de se mettre à la place des financeurs externes, en l'occurrence les banquiers, et donc de **faciliter le financement de l'opération et sa faisabilité**.

Il y a trois limites :

- la nécessité d'un prévisionnel fiable sur la durée de l'emprunt (ou au moins 80% de sa durée),
- la forte sensibilité à certains paramètres comme la durée de l'emprunt,
- parfois, la difficulté à connaître certaines données (DSCR, Taux d'apport exigé...).

⁵ Par ajusté j'entends, indemnité de fin de carrière (cf lettre A3E sur le calcul de l'endettement financier net ajusté).

Points d'attention en évaluation

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

- **De l'importance d'une définition claire des termes utilisés dans les formules de valorisation définies dans les pactes d'associés :**

Les pactes d'associés comprennent fréquemment des formules de valorisation qui s'appliquent en cas de rachat des minoritaires.

Sans vouloir être excessifs, il y a autant de formules de valorisation que de sociétés. Les différences peuvent en effet être justifiées par des situations très différentes :

- Contexte de « good leaver » / « bad leaver »,
- Acquisition des actions avec un prix préférentiel (ex : actions gratuites, prix d'acquisition décoté,...),
- Minoritaire passif ou salarié / dirigeant,
- Titulaire des actions : minoritaire actif,
- Solutions de liquidité accordée au bénéficiaire de l'engagement de rachat,...
- ...

L'objectif de l'article n'est pas d'aborder l'ensemble des situations possibles, mais de se concentrer sur la question des définitions, et d'en profiter pour faire quelques commentaires complémentaires.

En effet, une définition insuffisamment précise est source de litiges et contentieux, et peut rendre compliquées des relations qui étaient jusqu'à présent bonnes,..., surtout lorsque les conseils et experts interviennent.

1^{ère} source d'erreur / de litige : référentiel comptable utilisé non identifié clairement

Le référentiel comptable doit être précisé très clairement. Les référentiels comptables français et IFRS présentent des différences importantes sur le calcul des agrégats habituellement utilisés (ex : dette financière nette, le calcul de l'EBITDA,...). A titre d'exemple, le retraitement des contrats de location simple en normes IFRS conduit à augmenter la dette financière et l'EBITDA dans des proportions qui peuvent être très différentes.

Rappelons qu'il est souvent préférable de ne pas retraiter les contrats de location simple, et de retraiter les contrats de location financement significatifs, afin d'éviter des « effets de bord ». cf infra.

2^{ème} source d'erreur : des définitions non alignées sur le référentiel comptable

Dès lors que l'évaluation est réalisée dans un référentiel comptable donné, il est important que les définitions données, et les éléments intégrés dans les agrégats soient en ligne avec le référentiel comptable.

Ainsi, lorsque le référentiel IFRS est choisi, utiliser des définitions qui n'existent pas dans les normes IFRS (telles que transferts de charges, productions immobilisée,...) est une source de confusion importante. Utiliser le terme de résultat d'exploitation alors que le référentiel utilisé est le référentiel IFRS est également une source de confusion.

Par ailleurs, on voit certains ajustements qui n'ont pas lieu d'être dans le référentiel comptable utilisé (ex : indiquer que la quote-part du CIR doit être retraitée dans le résultat opérationnel,..., alors qu'en normes IFRS, le CIR est déjà dans le résultat opérationnel) peut prêter à confusion.

Les parties ont tout intérêt à reprendre les définitions et les libellés tels qu'ils sont donnés dans les comptes IFRS.

3^{ème} source d'erreur : considérer que les principaux agrégats de résultat utilisés sont clairement établis dans le référentiel utilisé.

Nos commentaires portent sur l'agrégat le plus communément utilisé, soit l' **EBITDA** :

L'EBITDA signifie "earnings before interest, tax, depreciation and amortization". Il inclue en théorie le résultat exceptionnel. La définition appliquée est dans la quasi-majorité des cas différente de celle résultant littéralement des sigles.

Il est important de noter que l'EBITDA n'est à ce jour pas un agrégat IFRS,..., ce qui implique de le définir clairement lorsqu'il est utilisé.

L'EBITDA utilisé en évaluation est généralement très différent de l'EBE existant dans les soldes intermédiaires français (ex : les autres charges qui ont une contrepartie flux de trésorerie sont exclues de l'EBE et généralement incluses dans l'EBITDA utilisé en évaluation).

Les EBITDA peuvent être très différents selon les situations : certains laissent dans l'EBITDA les dotations nettes aux provisions clients et stocks, certains utilisent un EBITDAR (déduction faite des loyers des contrats de location (locations simples et locations financement)).

Dans ce contexte :

- Il est fortement recommandé d'utiliser le terme d'EBITDA ajusté, car il n'est généralement pas possible en pratique de rajouter des sigles correspondant aux ajustements effectués,
- Les ajustements doivent reprendre des libellés issus du référentiel comptable utilisé, afin qu'il n'y ait pas de confusion,
- Les ajustements ne doivent reprendre que ceux applicables au référentiel comptable utilisé.

4^{ème} source d'erreur : partir d'un agrégat trop éloigné de l'agrégat cible ajusté

On voit fréquemment un EBITDA défini en partant d'un résultat net, ce qui se traduit par une multitude d'ajustements, qui peuvent rendre plus confuses les définitions, avec un risque plus élevé d'oubli / d'erreur.

Il sera généralement plus efficace de partir d'un agrégat de départ qui soit le plus proche possible de l'esprit de la convention, qui est souvent d'appréhender la mesure de la performance économique).

A titre d'exemple, le résultat opérationnel courant sera souvent un agrégat de départ pertinent en normes IFRS.

5^{ème} source d'erreur : considérer que les principaux agrégats de bilan utilisés sont clairement établis dans le référentiel utilisé.

Nos commentaires portent sur l'agrégat le plus communément utilisé : **l'endettement financier net**.

Il existe des différences très structurantes sur le traitement des dettes financières entre le référentiel consolidé français et IFRS. Citons à titre d'exemple :

- Les contrats de location simple, retraités en normes IFRS et pas en normes consolidées françaises,
- Le traitement comptable des titres hybrides (ex : obligations convertibles en actions) constatées en totalité en dettes financières en normes françaises et pouvant être réparties selon les cas en composantes capitaux propres / dérivés et dettes financières,
- Traitement des renégociations de dettes pouvant être très différents entre les référentiels IFRS et français,
- Le traitement des contrats de cession de créances (ex : EENE, factoring, cession Dailly,...), qui conduira dans de nombreux cas à déconsolider les actifs dans les comptes sociaux (en augmentant la trésorerie), et à maintenir les créances et diminuer la trésorerie dans le référentiel IFRS,
- Les dettes liées aux exercices d'options de vente accordées aux minoritaires, non prises en comptes en normes françaises et considérées comme un passif financier en normes IFRS.

Comme indiqué ci-dessus, il sera utile d'éviter de citer des ajustements qui sont obligatoires en IFRS.

6^{ème} source d'erreur : ne pas tenir compte des incohérences entre le multiple utilisé et l'agrégat retraité

Un exemple sera plus parlant. Soit une société pour laquelle l'EBITDA post- IFRS 16 est de 100 et le multiple calculé sur la base de comparables boursiers, en retenant également un EBITDA post IFRS 16, s'élève à 10x.

Les parties conviennent de retenir un EBITDA pré-IFRS 16 sans retraiter les contrats de location (les loyers correspondant sont donc déduits de l'EBITDA), ce qui conduit à un EBITDA ajusté de 70.

Si le multiple de 10X est retenu dans la formule de valorisation et est appliqué à l'EBITDA pré IFRS 16, cela conduira souvent à une sous-évaluation de la société.

7^{ème} source « d'erreur » liées aux moyennes d'EBITDA retenues

Il est fréquent dans le cadre d'une transaction d'exprimer une valeur d'entreprise par rapport à un EBITDA normatif de l'année en cours. Il est important de rappeler que cette approche en apparence « simpliste » est le fruit d'analyses approfondies reposant sur des éléments d'analyse très divers (ex : BP, estimation d'un prix de sortie,...).

La situation est très différente dans le cas d'une convention de rachat, et la prise en compte du dernier EBITDA sera souvent faussée.

Les évaluateurs utilisent de plus en plus des moyennes, notamment depuis la crise sanitaire, du fait d'une volatilité très forte du résultat, liée notamment à des événements géopolitiques et aux répercussions économiques.

Prenons un exemple :

- Année N-1 : très forte augmentation de l'inflation sur les matières premières. La société constitue un stock très élevé en achetant à des prix intéressants les MP. Impact limité sur le résultat, mais forte dégradation de la trésorerie,
- Année N : augmentation des tarifs appliqués aux clients, consommation de la matière première achetée à un prix « bas » (rentabilité artificiellement élevée), amélioration de la trésorerie, car retour à un niveau de stock normal,
- Année N+1 : rentabilité stabilisée à un niveau plus bas, compte tenu du décalage entre augmentation des prix des MP et des prix de vente.

Il est difficile de prévoir la situation dans laquelle on sera lors de l'exercice de l'engagement de rachat, dès lors que « l'imprévisible » est rentré dans notre vie quotidienne depuis la crise sanitaire.

En revanche, il est un fait que racheter les parts d'un minoritaire sur la base de l'EBITDA N conduirait à une surévaluation.

Il sera souvent plus pertinent de retenir une moyenne à minima de 2 années.

8^{ème} source d'erreur pouvant être constatée

Absence de réintégration dans l'EBITDA des charges liées aux plans en action (ex : AG, stock option,...) en normes IFRS.

Absence ou mauvaise appréhension des intérêts minoritaires dans l'EFN. Le poste intérêts minoritaires qui apparaît dans les comptes consolidés est en général différent de leur juste valeur.

9^{ème} source d'erreur : ne pas tenir compte des évolutions (régulières) des référentiels comptables

Des évolutions structurantes ont été introduites par l'ANC dans la recommandation sur la modernisation des états financiers, applicable aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2025. A titre d'exemple, le résultat exceptionnel est devenu très restrictif, et l'option pour une conception élargie du résultat exceptionnel, concernant notamment les charges et produits exceptionnels sur opérations de gestion n'est plus possible.

L'IASB a adopté la norme IFRS 18 d'application obligatoire pour les exercices ouverts à compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2027.

10^{ème} source d'erreur : calculer la formule à des dates qui rendent sa mise en œuvre complexe et difficile à contrôler

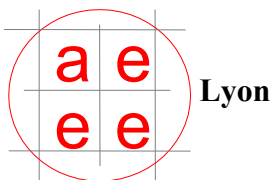
Dans la méthode des DCF, que le calcul soit effectué en janvier ou en avril, le risque d'erreur est peu important, les écarts étant principalement liés à un effet d'actualisation différent.

Dans la méthode des multiples, et pour des sociétés qui génèrent une croissance importante des flux dans l'année, la mise en œuvre de la méthode des multiples à EBITDA identique, conduira à une valeur très différente, selon que l'EFN est calculé sur la base du 31/12/ N-1, au 30/06/N ou à la date du rachat.

Il faut être prudent avec une formule prévoyant la prise en compte d'un EFN à la date de l'évaluation, car il existe de nombreux éléments qui peuvent perturber l'analyse :

- Un effet de saisonnalité. Ainsi, dans un secteur où 70% des flux sont générés sur le 2nd semestre, la prise en compte d'une situation au 30/06/N correspondant à la date du rachat, conduira à une sous-évaluation de la trésorerie nette,
- Certains flux (ex : capex,...) ne sont généralement pas linéaires entre S1 et S2 2025,
- Si la formule définit de nombreux ajustements, ces ajustements peuvent être plus complexes à calculer en cours d'année,
- Il est important que les agrégats utilisés reposent sur des comptes retraités,
-

Il est donc important au moment de déterminer la date de calcul de bien identifier les enjeux, notamment en termes de fiabilité et d'audit des données.



Je conclurai par l'intérêt (que l'on voit rarement en pratique), dans un contexte d'augmentation forte des incertitudes, de la volatilité des comptes, de la survenance d'évènements imprévisibles, de mettre à jour la formule de valorisation, lorsque les conditions exceptionnelles le justifient, tout en conservant l'esprit du pacte d'actionnaire,..., avec un avis donné par un expert indépendant sur les modifications proposées.

Une telle mise à jour de la formule de valorisation est prévue par la réglementation dans le cadre des PEE, pour lesquels une formule de valorisation est définie pour 5 ans, sauf survenance d'évènements exceptionnels.