

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Point d'étape : ESG et évaluation
Page 14
- Des conditions inédites pour le calcul des taux d'actualisation
Page 18
- Evaluation de la relation clientèle en normes IFRS
Page 22
- Sur quelle période calculer les wacc en période de forte volatilité?
Page 27

Lettre trimestrielle n°52 – 2^{ème} trimestre 2026

Edito du Président :

L'histoire est un éternel recommencement, sans mauvais jeu de mots, nous avons toujours un scénario de « montagnes russes », ou plutôt « de montagnes américaines ».

Dans la lettre du 1^{er} semestre 2025, nous évoquions les impacts des tarifs douaniers américains, les conflits géopolitiques, les tensions économiques. Au 30 juin 2026, les sujets sont les remboursements des tarifs douaniers (!), les impacts de la guerre en Iran, les tensions économiques, la raréfaction de certaines matières, un maintien des taux d'intérêts à des niveaux plus élevés, une croissance globalement faible, et variable selon les régions, l'évolution de l'inflation,...

La volatilité des taux et des marchés reste très forte sur le semestre, sans réelle direction prévisible, marquée notamment par les allers-retours du gouvernement américain et par l'évolution du cours des géants de l'IA. Les perspectives sont très différentes selon les régions. La volatilité récente très forte sur les marchés coréens est à cet égard illustrative.

Les marchés sont toujours aussi résilients, comme nous l'avons constaté pour le covid, ou la guerre en Ukraine. La guerre en Iran qui a démarré fin février 2026 a entraîné une augmentation des wacc comprise entre 0,7% et 1% en mars et avril,..., pour revenir au 30 juin à des taux proches ou légèrement supérieurs à ceux du 31 décembre 2025. De même, le taux des OAT a beaucoup varié sur le trimestre : augmentation, puis baisse en fin de semestre pour revenir à un taux proche de celui du 31 décembre 2025,..., pour remonter de 0,3 pts en juillet.

Le fil conducteur des lettres A3E en 2026 est lié à l'évaluation des PME. Après avoir abordé le diagnostic et l'évaluation des PME, le prochain thème sera consacré à la méthode des DCF.

La bonne nouvelle de cet été est la diffusion tant attendue de la mise à jour du guide d'évaluation de l'administration fiscale, qui constitue une réelle avancée tant sur la forme que sur le fond. Nous commenterons dans un prochain article cette mise à jour.

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 fin 2026 ou début 2027 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 de la CNCC, guide de la DGFIP...) focus sur l'évaluation dans le retail. Plusieurs membres de l'association A3E participent activement à l'organisation des ateliers.

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

Nous l'avions annoncé depuis le début d'année, il est enfin arrivé

Le nouveau guide de la DGFIP sur l'évaluation des entreprises et des titres de société (précédente version de 2006) a été finalisée en juin 2026 par la DGFIP, et a été diffusé en juillet 2026. Il est disponible sur le site des impôts. Nous l'avons également mis en ligne sur le site de l'A3E.

Nous rappelons que l'association A3E a activement participé depuis 2024 à la mise à jour du guide, et notamment 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).

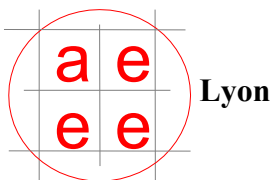
Plus qu'une simple mise à jour, cette refonte constitue une réelle avancée sur la forme et le fond, en matière de convergence vers la pratique des évaluateurs.

Nous établirons une synthèse dans le cadre de la prochaine lettre A3E.

Nous en profitons pour remercier chaleureusement Thierry Saint-Bonnet, membre d'A3E, coordinateur du groupe de travail consulté par la DGFIP, pour avoir sollicité l'implication d'A3E et pour notre collaboration très constructive.

➤ **Nouveaux membres A3E :**

Victor Terenzi, directeur au département Valuation & Modeling du cabinet Grant Thornton, a été agréé nouveau membre A3E lors de la réunion du 7 juillet 2026.



➤ **Parutions et articles :**

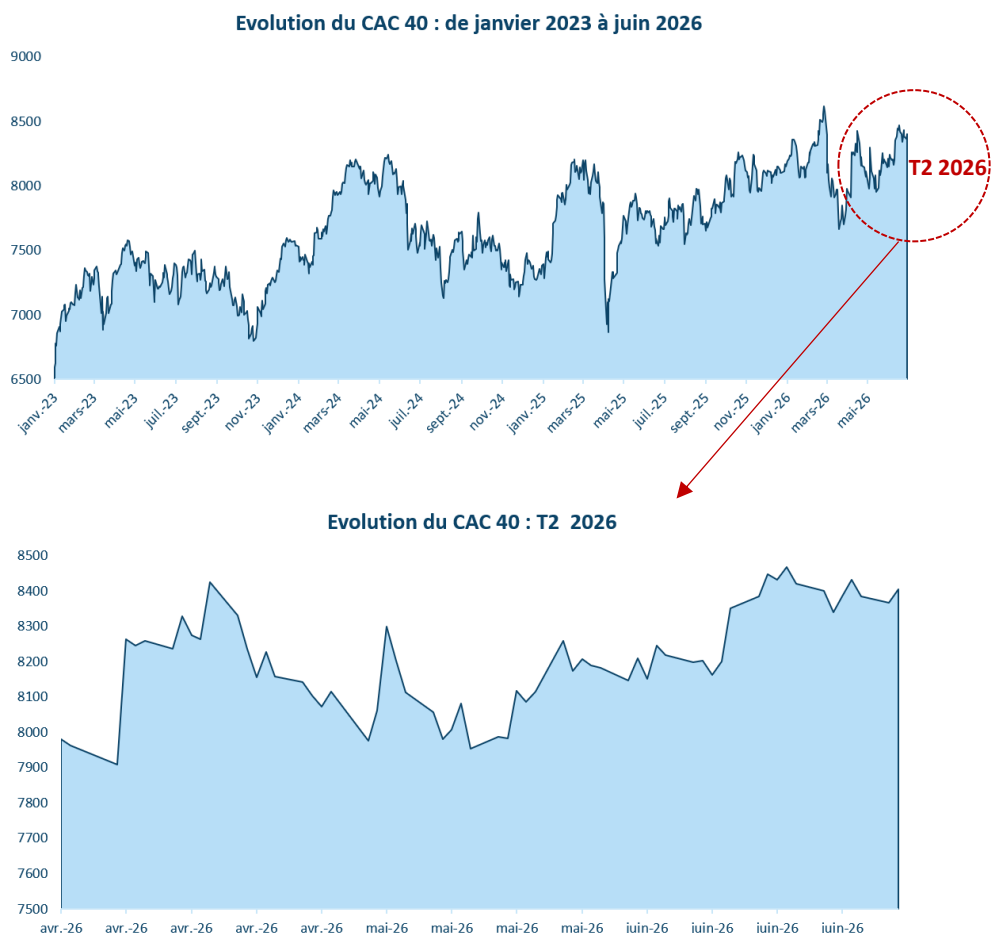
Thierry Saint-Bonnet, membre d'A3E, a écrit un article sur l'actualité juridictionnelle de l'évaluation des actifs des entreprises et des droits sociaux dans la Revue de droit fiscal.

Stéphane Bellanger est co-auteur du guide pratique « mettre en œuvre la RSE / RSO » aux éditions Larcier, qui traite la prise en compte de la RSE dans le diagnostic et plus généralement la démarche d'évaluation.

INFO NEWS (suite)

1. Les marchés boursiers : une reprise progressive portée par le retour de la confiance :

Évolution du CAC 40 : un rebond confirmé au deuxième trimestre 2026



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

Au début du deuxième trimestre 2026, le CAC 40 s'établissait à 7 957 points au 1er avril.

Après la forte correction enregistrée au cours du premier trimestre, suite à la guerre en Iran démarrée le 28 février 2026, le marché a montré une forte résilience malgré les enjeux, et a rapidement retrouvé une trajectoire plus favorable.

Cette progression intervient dans un contexte de volatilité qui reste très forte, par un apaisement temporaire en juin des conflits américano iraniens, conflits relancés en juillet, concernant notamment le détroit d'Ormuz, et par de nombreuses incertitudes (ex : approvisionnement de certaines matières, inflation, politique monétaire, évolution des valeurs dans l'IA,...).

Le trimestre se termine autour de 8 390 points (avec un pic à 8 460 en juin), soit une progression d'environ 5,4 % par rapport au début du trimestre, et +2,9% par rapport au 31 décembre 2025.

INFO NEWS (suite)

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution des indices boursiers de certains pays sur le 2eme trimestre 2026, illustrant la disparité des performances selon les places boursières :

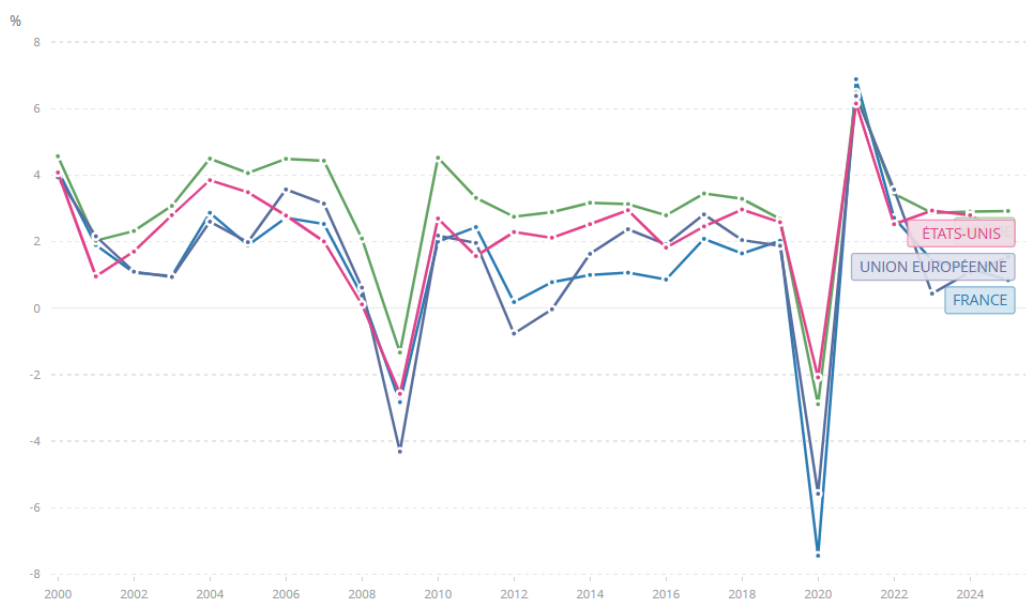
Évolution des indices boursiers		Rappel
Places boursières	T2 2026	T1 2026
S&P 500	14,1%	(4,8%)
France - CAC40	5,3%	(4,6%)
Allemagne - DAX	7,3%	(7,6%)
Espagne - Ibex 35	10,8%	(2,5%)
Angleterre - FTSE 100	1,3%	2,3%
Chine – Shanghai Composite	3,7%	(3,3%)

Source : *investing.com*

INFO NEWS (suite)

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

Source : Banque mondiale – Croissance du PIB sur les 26 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 de juin 2026, la croissance du PIB français s'est établie à **0,9 % en 2025**.

Les perspectives pour 2026 ont toutefois été sensiblement révisées à la baisse à **0,7% puis 0,5%**, après une contraction de l'activité de **0,1 % au premier trimestre 2026**. Cette révision s'inscrit dans un contexte géopolitique incertain marqué notamment par les conflits au Moyen-Orient (hausse du prix de l'énergie et répercussion sur les coûts de transports et les prix alimentaires, incertitudes économiques,...), **et** par une situation politique toujours bloquée au parlement à moins d'un an des prochaines élections présidentielles.

Même si l'impact de la guerre en Iran est à ce jour plus faible que celui des précédentes crises de 1973, 1979 ou 2022, l'économie française devrait rester peu dynamique au deuxième trimestre avant une reprise progressive en fin d'année.

À partir de 2027, la croissance retrouverait progressivement un rythme plus soutenu. Le PIB progresserait de **0,9 % en 2027**, puis de **1,2 % en 2028**, grâce au redressement de la demande intérieure, porté notamment par la consommation des ménages et la reprise graduelle de l'investissement des entreprises.

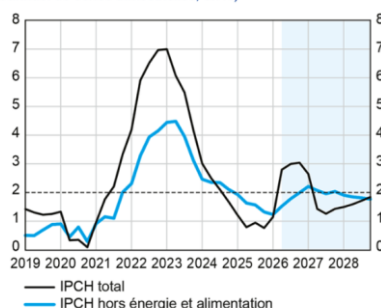
... soit des niveaux de croissance qui restent inférieurs au taux d'inflation prévisionnels (cf infra).

INFO NEWS (suite)

3. Taux d'inflation : un retour durable espéré vers la cible de 2 %, malgré les tensions sur les prix de l'énergie

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 premier trimestre 2026, projections Banque de France sur fond bleuté.

Selon les projections macroéconomiques de juin 2026 de la Banque de France, l'inflation totale, mesurée par l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH), s'établirait à **2,5 % en 2026**, après **0,9 % en 2025**. Cette révision à la hausse des prévisions 2026 par rapport aux projections de mars s'explique principalement par la forte remontée des prix de l'énergie consécutive aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

À partir de 2027, l'inflation reviendrait progressivement vers un rythme compatible avec la cible de stabilité des prix de la Banque centrale européenne, pour atteindre **1,7 % en 2027 et 2028**, soit une convergence progressive vers le taux cible de **2%**, fixé par la Banque centrale européenne.

Dans l'ensemble, ces projections montrent que l'inflation resterait principalement déterminée, à court terme, par l'évolution des prix de l'énergie et par les incertitudes géopolitiques. En parallèle, les tensions inflationnistes d'origine domestique continueraient de s'atténuer, témoignant d'une normalisation progressive des mécanismes de formation des prix au sein de l'économie française.

INFO NEWS (suite)

4. Deuxième trimestre 2026 : poursuite de la tension sur les taux OAT à 10 ans dans un contexte de normalisation des marchés obligataires

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



L'évolution du taux des OAT suit une tendance proche de celle du CAC 40, en mettant en évidence une volatilité qui reste forte, accentuée par les conflits au Moyen-Orient :

- forte remontée enregistrée à la fin du premier trimestre 2026 suite à la guerre en Iran,
- point haut de **3,99%** le 18 mai,
- puis baisse des taux des OAT en juin, pour atteindre **3,65%** au 30 juin 2026, soit un niveau proche du 31 décembre 2025 (3,56%).
- ... puis remontée des taux en juillet 2026, avec une dernière levée de fonds effectuée à 4,1%, soit un taux supérieur à l'Italie, l'Espagne ou la Grèce !

Cette évolution traduit la prise en compte d'un risque relativement important sur la dette souveraine française. Les investisseurs demeurent attentifs à la trajectoire des finances publiques françaises, dans un contexte où le ratio de dette publique devrait s'établir autour de **117 % du PIB** en 2026 et où les perspectives de réduction du déficit demeurent progressives (Bruxelles anticipe une remontée en 2027 du déficit public de la France à 5,7% du PIB !). Les interrogations relatives à la soutenabilité budgétaire continuent ainsi d'exercer une pression sur les rendements obligataires français.

Sur le plan international, les marchés obligataires restent influencés par les anticipations de politique monétaire des principales banques centrales. Si les perspectives d'assouplissement monétaire se sont progressivement renforcées en Europe du fait du ralentissement de l'activité, les incertitudes liées à l'évolution de l'inflation et aux tensions géopolitiques ont limité une baisse plus marquée des taux souverains. Les rendements demeurent ainsi élevés, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des taux souverains en France, dans la zone euro, en Allemagne et aux États-Unis jusqu'au deuxième trimestre 2026. Le différentiel entre l'OAT française à 10 ans et le Bund allemand est resté relativement élevé tout au long du trimestre, reflétant une perception du risque souverain français toujours supérieure à celle de l'Allemagne. Ce spread est néanmoins demeuré relativement stable par rapport au premier trimestre.

Taux OAT 10 ans - moyen

Zone géographique	Moyenne 2024	Moyenne 2025	Moyenne T2 2026
Europe	2,98%	3,14%	3,22%
France	2,97%	3,37%	3,69%
Allemagne	2,34%	2,64%	3,01%
Etats-Unis	4,20%	4,29%	4,42%

*** 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 précédemment, plusieurs facteurs continuent d'influencer simultanément l'évolution des taux :

- l'évolution des taux sans risque demeure fortement dépendante des anticipations relatives à la politique monétaire de la Banque centrale européenne ainsi qu'aux perspectives d'inflation ;
- la courbe des taux reste relativement plate au regard des standards historiques sur les maturités les plus longues, même si certains écarts entre maturités tendent progressivement à se reconstituer par rapport aux niveaux historiques (ex : spreads entre maturités 5 et 10 ans);
- les taux des OAT demeurent sensiblement supérieurs aux rendements des principaux produits d'épargne réglementée, dont les taux ont peu évolué au cours du premier semestre 2026 ;
- enfin, les marchés obligataires restent sensibles aux annonces budgétaires nationales ainsi qu'aux évolutions du contexte géopolitique international, qui entretiennent une volatilité persistante des rendements souverains.

L'ensemble de ces éléments confirme que les taux des OAT françaises demeurent inscrits dans un régime de taux durablement plus élevé qu'au cours de la décennie précédente. **Si le deuxième trimestre s'est achevé sur une légère détente des rendements par rapport au pic observé au mois de mai, les taux ont remonté en juillet et restent proches des plus hauts niveaux enregistrés depuis une vingtaine d'années, traduisant un environnement financier toujours marqué par des conditions de financement plus exigeantes.**

INFO NEWS (suite)

5. Indice Argos (T1 2026) - PME non cotées (indice T2 2026 non disponible) :

L'Argos Index®, qui reflète les niveaux de prix observés sur le marché des acquisitions de PME non cotées de la zone euro (plutôt que leur valeur intrinsèque), enregistre un léger rebond au premier trimestre 2026, à 8,6x l'EBITDA, après avoir atteint 8,3x au quatrième trimestre 2025. Ce redressement met fin à quatre trimestres consécutifs de baisse, tout en maintenant les valorisations à des niveaux inférieurs à ceux observés en 2024 (9,8x au T4 2024) et en 2023 (9,0x fin 2023).

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

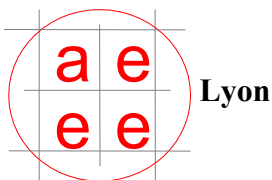


Source : Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Il convient toutefois de rappeler que les niveaux records de valorisation compris entre **10,5x et 11,6x l'EBITDA** observés entre 2021 et 2022 ne constituaient pas une norme de marché. Ils étaient notamment influencés par un effet de composition sectorielle, certaines opérations portant sur des secteurs structurellement mieux valorisés.

Le rebond observé au premier trimestre 2026 est principalement porté par les **fonds d'investissement**, dont les multiples moyens progressent à **10,0x l'EBITDA**, tandis que ceux des acquéreurs industriels demeurent globalement stables à **7,8x**. Cette évolution reflète la volonté des fonds de déployer les capitaux encore disponibles (« dry powder »), dans un contexte de conditions de financement progressivement plus favorables et de reprise des opérations de sortie (LBO) observée depuis le second semestre 2025.

L'analyse de la répartition des transactions montre également un début de normalisation du marché. La part des opérations réalisées à moins de **7,0x l'EBITDA** recule à **22 %**, contre **27 %** au trimestre précédent, tandis que les transactions supérieures à **15x l'EBITDA** demeurent limitées (**6 %** des opérations). Ces évolutions suggèrent un atténuation progressif des pressions baissières qui avaient marqué les valorisations en 2024 et 2025.



Malgré cette amélioration, le marché des fusions-acquisitions demeure de plus en plus sélectif. Les investisseurs privilégient encore plus les entreprises présentant des fondamentaux solides, une bonne visibilité sur leurs résultats et des perspectives de croissance durables. Le contexte macroéconomique, caractérisé par des taux d'intérêt toujours relativement élevés, des incertitudes géopolitiques persistantes et une croissance économique modérée, continue de limiter le retour à des niveaux de valorisation plus élevés.

Comme indiqué dans les précédentes lettres, il convient de faire preuve de prudence :

- dans l'interprétation de l'Argos Index, qui constitue un indicateur de marché et non une référence normative de valorisation ;
- dans l'analyse des variations des multiples médians, qui demeurent sensibles à la composition sectorielle et à la nature des transactions réalisées ;
- dans l'utilisation des méthodes analogiques, en veillant à retenir des comparables réellement pertinents, les écarts entre secteurs et profils d'entreprises restant importants depuis 2020.

INFO NEWS (suite)

➤ Richesse actionnariale créée par la bourse américaine sur 100 ans (1925 – 1926) :

L'étude de l'économiste Hendrik Bessembinder (Arizona State University), « One Hundred Years in the U.S. Stock Markets », mesure la « richesse actionnariale nette », définie comme la valeur créée au-delà de ce qu'un investisseur aurait obtenu en plaçant la même somme en bons du Trésor à court terme.

L'étude met en évidence le fait que :

- la Bourse américaine a généré entre 1925 et 2026 environ 91 000 milliards de dollars (86 000 milliards d'euros) de richesse nette sur ce siècle,
- sur près de 30 000 actions cotées entre 1925 et 2026, seulement 46 entreprises expliquent la moitié de cette création de richesses,
- une très grande majorité des titres détruisent de la richesse par rapport aux bons du trésor.

➤ Etude Unedic « le travail en transition » publiée le 8 juin 2026

Cette étude montre que les dirigeants d'entreprise sont confrontés à une imprévisibilité de plus en plus forte du monde qui les entoure et ont du mal à se projeter à plus de 6 mois.

Les 5 principaux facteurs d'incertitudes concernent :

- **l'instabilité politique nationale (71%),**
- l'inflation (61%),
- les évolutions de leur marché (54%),
- les conflits géopolitiques (46%),
- les besoins en recrutement et en compétences (46%).

Par secteurs d'activité, c'est l'industrie qui souffre le plus, alors que le service est principalement affecté par l'instabilité politique nationale, et le commerce par l'inflation.

Face à ces incertitudes, les dirigeants mettent en œuvre des stratégies d'adaptations aux risques en travaillant par exemple sur les leviers suivants :

- maîtrise des coûts (renégociation des prix de vente et d'achats, réduction des investissements,...),
- at adaptation de la stratégie RH (formation à de nouvelles compétences, gel des emplois,...).

INFO NEWS (suite)

➤ Le défi des transmissions d'entreprises en France :

Le gouvernement estime que près de 550 000 entreprises seront à transmettre dans les 10 prochaines années en France, ce qui représente un enjeu de près de 3 millions d'emplois. Il est à noter que ce chiffre n'est pas différent d'il y a 10 ans.

Près de 85% des transmissions concernent des TPE (et environ 16% des entreprises d'au moins 10 salariés).

Près d'un tiers des dirigeants de PME et ETI ont plus de 60 ans.

Le gouvernement a mis en place un plan d'actions spécifiques « Objectifs reprises », car au-delà des statistiques, l'enjeu est multiple : maintenir une activité de production en France, promouvoir les territoires et transmettre les savoir faire et les compétences.

Rappelons qu'entre 2012 et 2024, le nombre de transmissions d'entreprises est compris généralement entre 35 000 et 38 000, avec un point haut en 2012 (42 500), et un point bas pendant le covid (31 900).

Rappelons que le financement fait partie des enjeux clés des transmissions d'entreprises, qu'il repose sur les perspectives de capacité de remboursement.

Actualité et point d'étape:
prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation

Aurore COLLARD DAMIANI et Christophe VELUT
Associée, ADVOLIS ORFIS

1/ Quand les risques extra-financiers deviennent des enjeux de valorisation

Cet été, les vagues de chaleur extrêmes et les incendies qui ont ravagé plusieurs dizaines de milliers d'hectares en France et en Europe rendent le changement climatique difficile à ignorer. En Gironde, l'incendie déclenché fin juillet a parcouru environ 42 000 hectares et détruit près de 200 habitations.

Quand des phénomènes de cette ampleur se répètent et s'intensifient, peut-on encore parler d'"événements extrêmes" ou de "catastrophes naturelles" ? Ces canicules, ces pluies torrentielles et ces incendies hors norme pourraient devenir une composante durable du climat auquel entreprises et populations devront s'adapter.

Un constat s'impose désormais : **la connectivité entre informations financières et extra-financières est devenue un enjeu majeur de la pérennité des entreprises, et donc de leur valorisation.**

Les sociétés cotées sont appelées depuis plusieurs années à renforcer leur information sur les risques climatiques et leurs conséquences financières. L'AMF insiste notamment sur la cohérence entre les informations communiquées hors des états financiers et celles présentées dans les comptes, et relève que les hypothèses utilisées dans les tests de dépréciation pour traduire les risques climatiques et les engagements de transition restent trop rarement explicités.

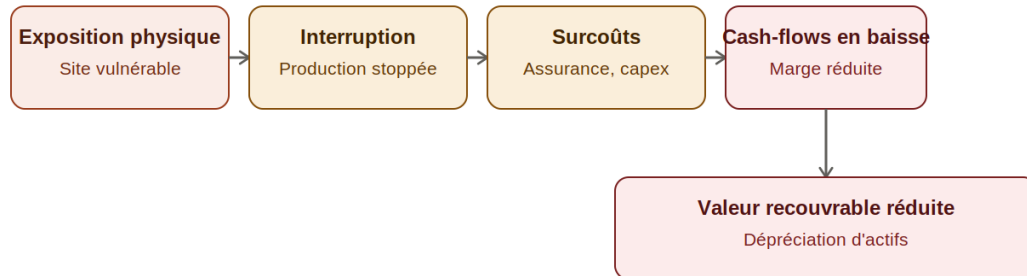
Cette exigence répond à une question simple : **comment confirmer la pérennité d'une entreprise si elle n'a pas suffisamment évalué le coût (investissements ou dépenses opérationnelles), d'adaptations ou de transformations nécessaires à la poursuite de son activité ?**

Tous les secteurs sont concernés, à des degrés divers. Les modes de vie évoluent, les réglementations se renforcent, les conditions physiques d'exploitation changent. Pour certaines entreprises, cela affecte directement la capacité de production, la disponibilité des ressources ou l'accès aux marchés ; pour d'autres, cela se traduit par des investissements croissants ou un coût de l'assurance en hausse.

De la donnée climatique au cash-flow

Prenons un site industriel exposé au risque incendie. Sa localisation est, en soi, une donnée extra-financière. Mais si cette exposition augmente la probabilité d'une interruption de production, impose des investissements de protection ou renchérit l'assurance, elle finit par modifier directement les flux de trésorerie futurs :

risque physique → interruption d'activité → surcoûts → baisse des cash-flows → baisse de la valeur de l'entreprise.



L'assurance est un canal de transmission particulièrement important. Le changement climatique ne signifie pas seulement davantage de sinistres : il peut aussi entraîner une hausse des primes, des franchises plus élevées, des garanties réduites, voire des difficultés croissantes à assurer certains actifs. Le risque d'assurabilité devient ainsi lui-même une donnée économique.

Pour un évaluateur, une hausse durable des primes d'assurance ne devrait donc pas rester cantonnée à une analyse ESG : elle peut devenir une hypothèse du modèle financier, au même titre que le coût des matières premières, les dépenses de maintenance ou les investissements nécessaires au maintien de l'outil industriel.

La même logique s'applique aux tests de dépréciation. Selon IAS 36, la valeur d'utilité repose sur les flux de trésorerie futurs attendus d'un actif ou d'une unité génératrice de trésorerie, actualisés. La norme IAS 36 sur les tests de dépréciation d'actifs demande que soient prises en comptes les sorties de ressources nécessaires au maintien de l'actif dans son état actuel.. Si les risques climatiques conduisent à de nouvelles dépenses incontournables pour la continuité d'exploitation, les hypothèses de flux futurs dans le test doivent en tenir compte.

Une entreprise peut ainsi afficher aujourd'hui une excellente séquence de cash flows historique tout en présentant une valeur recouvrable appelée à diminuer, si elle doit faire face demain à des arrêts de production plus fréquents, une hausse des coûts d'assurance, des opex et des capex d'adaptation importants (relocalisation de certains actifs).

La question n'est donc pas d'"ajouter de l'ESG" à un modèle de valorisation, mais de comprendre **comment une donnée environnementale, sociale ou de gouvernance se traduit économiquement, et à quel endroit du modèle elle doit être prise en compte.**

Une nouvelle étape avec la CSRD

Cette réflexion intervient alors que le paysage réglementaire de l'information de durabilité continue d'évoluer.

La deuxième vague de la CSRD devait initialement conduire de nombreuses nouvelles entreprises à publier, dès 2026, des informations de durabilité portant sur l'exercice 2025. La réforme européenne adoptée en 2026 a profondément modifié ce calendrier : pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2027, le nouveau périmètre vise les entreprises dépassant simultanément **1 000 salariés** et **450 millions d'euros de chiffre d'affaires net**.

Cette évolution ne doit pas être lue uniquement comme une réduction du nombre d'entreprises concernées : elle marque une nouvelle étape dans la structuration de l'information extra-financière. Les entreprises entrant dans le dispositif à compter de 2027 devront progressivement fiabiliser, documenter et connecter leurs données de durabilité à leur stratégie et à leur modèle économique.

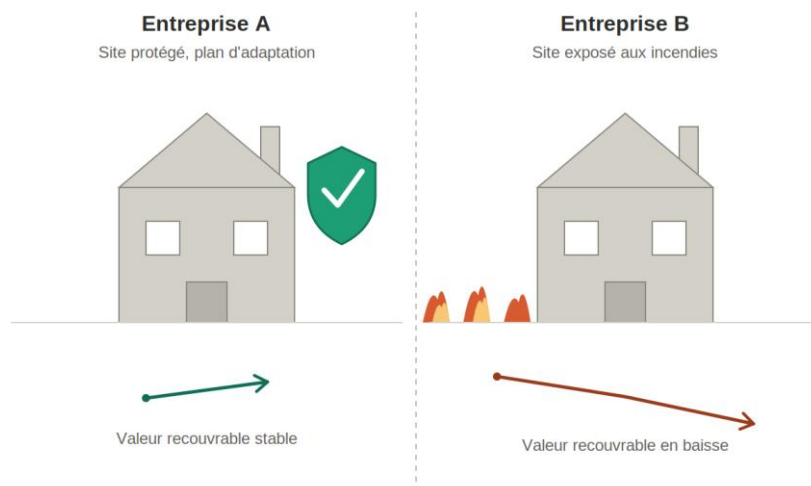
C'est précisément cette connexion qui intéresse le plus les acteurs financiers. La CSRD n'est pas une fin en soi, mais l'un des moyens de mieux comprendre comment les transformations environnementales, sociales ou réglementaires peuvent affecter la performance future d'une entreprise. Car la suppression ou la réduction d'une obligation de reporting ne fait évidemment pas disparaître le risque économique auquel l'entreprise reste exposée.

De l'extra-financier au financier

Il est peut-être temps de dépasser l'opposition entre "*financier*" et "*extra-financier*". La localisation d'une usine est une donnée opérationnelle. Son exposition au risque incendie est une donnée environnementale.

La probabilité d'une interruption de production relève de l'analyse des risques. Le coût de l'assurance figure dans les charges. Mais ces éléments forment une seule et même chaîne économique dès lors qu'ils sont intégrés dans une valorisation.

Deux entreprises peuvent aujourd'hui afficher le même chiffre d'affaires, le même EBITDA et le même niveau d'endettement, tout en présentant des perspectives de valeur très différentes :



Leur performance historique peut être identique ; leur capacité à générer des cash-flows futurs ne l'est pas nécessairement.

Les événements climatiques de cet été rappellent que la pérennité d'une entreprise ne peut plus s'apprécier uniquement à partir de ses performances passées. Elle doit aussi être analysée au regard de sa capacité à s'adapter à son environnement futur.

Pour les directions financières, les investisseurs, les évaluateurs et les auditeurs, l'enjeu des prochaines années sera donc moins de disposer de toujours plus de données extra-financières que de savoir **les transformer en hypothèses économiques pertinentes.**

La véritable question n'est plus : *"Cette donnée est-elle financière ou extra-financière ?"*

Mais plutôt : **"Cette donnée est-elle susceptible de modifier les flux de trésorerie futurs, le niveau de risque ou la durée de vie économique des actifs ?"**

Si la réponse est oui, alors elle a sa place dans le modèle de valorisation. **C'est à ce moment précis que l'extra-financier devient financier.**

Aurore COLLARD DAMIANI

2/ Actualité en matière de prise en compte de la dimension ESG dans la démarche d'évaluation :

L'association avait réalisé une enquête il y a un an auprès de ses membres, dont la synthèse avait été présentée dans une précédente lettre A3E.

Les échanges récents que nous avons eus au sein de l'association ou dans le cadre de groupes de travail créés sur le sujet, ont confirmé que la directive européenne Omnibus a été un frein à la réalisation d'un diagnostic / démarche ESG, notamment au niveau des PME et ETI,..., et par conséquent de la prise en compte en évaluation.

Ainsi, les points clés qui ressortent toujours sont les suivants :

- prise en compte généralement de l'ESG dans le cadre du diagnostic, avec généralement une insuffisance de données disponibles / difficulté d'avoir une vision claire des impacts ESG. A ce titre, nous vous recommandons le guide pratique « Mettre en œuvre la RSE / RSO » aux éditions Larcier, mentionné au début de la lettre,
- absence de mise en place d'un modèle robuste de prise en compte de l'ESG dans la valorisation (le lien entre le diagnostic et la valorisation relève souvent de la « boîte noire »),
- difficulté de prise en compte de l'ESG en termes de BP,
- absence d'impact avéré sur le wacc (pas de prime ESG), le risque que nous avons identifié étant plutôt une minoration « non justifiée » des primes de risques pour une société ayant une bonne note ESG,
- absence d'impact avéré sur les taux de croissance à l'infini ou plus généralement sur la valeur terminale,
- les aspects financiers restent prédominants dans les évaluations,
- une remarque / limitation peut être indiquée dans la conclusion du rapport d'évaluation,
- une prise en compte de la note ESG dans les taux d'intérêts (spreads des banques ajustés en fonction de la réalisation .

Les freins importants sont liés à l'absence de données disponibles et homogènes dans les bases de données, et à la difficulté d'estimer les scénarii prévisibles (l'ampleur des incendies en Gironde n'avait ainsi pas été anticipée).

A défaut de modèle d'évaluation adapté à l'ESG, on peut considérer que, pour les secteurs très exposés au risque climatique, les dimensions ESG sont intégrées en grande partie dans les données de marché.

Christophe VELUT

Des conditions inédites pour le calcul des taux d'actualisation ?

Hughes de NORAY
Membre A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS

Les marchés financiers de taux et d'actions sont orientés de façon inédite dans un contexte global d'une superposition de crises et d'incertitudes. Les paramètres de base des taux d'actualisation tendent vers une augmentation significative. Cependant la volatilité des marchés et du contexte international n'excluent pas de nouvelles évolutions rapides.

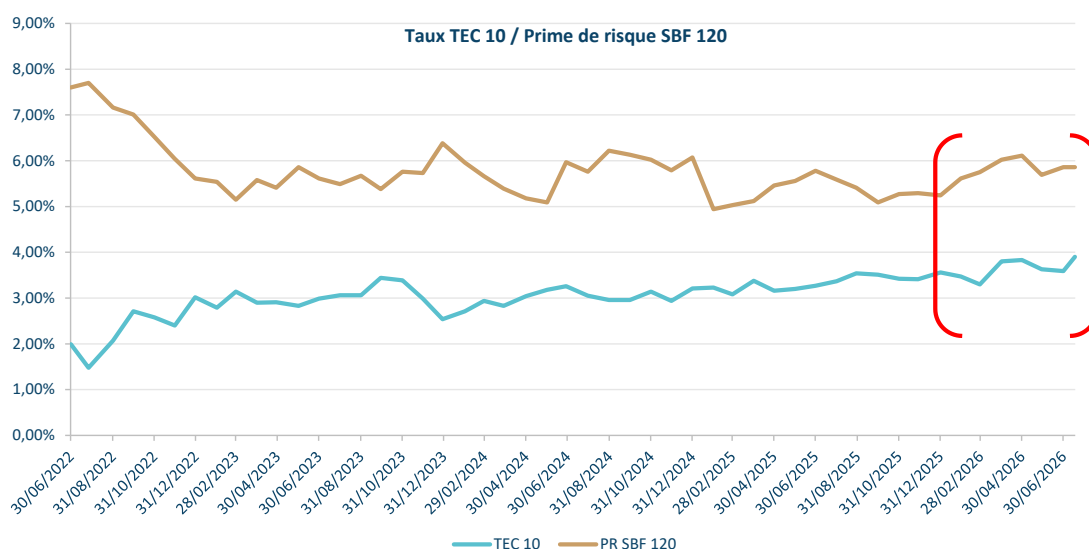
1. En quoi les tendances sont-elles inédites ?

En France, il faut remonter à novembre 2011 pour retrouver des niveaux de taux TEC10 ans comparables au taux de 3,90% qui a été franchi en juillet 2026.

Alors que la prime de marché actions ne cesse d'augmenter depuis le début de l'année 2026, pour se maintenir autour de 6%, le taux de rendement global du SBF 120 se situe à près de 9,7% en juillet 2026 contre 8,30% en avril 2023.

Il ne s'agit pas d'un taux record mais d'une évolution parallèle à celle du taux sans risque, alors qu'un phénomène bien connu d'arbitrage entre les marchés de taux et d'actions conduit à une forme de compensation lorsqu'un marché apparaît plus attractif. (évolution croisée ?)

Il peut certes exister des décalages de quelques mois dans ce phénomène d'évolution croisée. Le graphique suivant montre cette évolution depuis juin 2022.



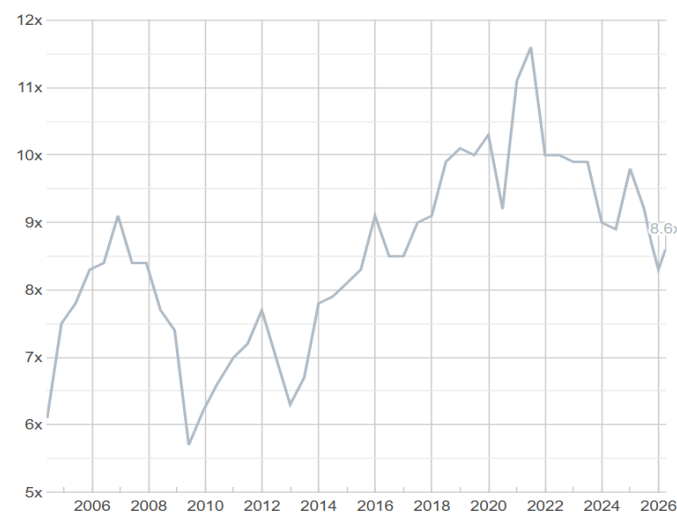
Ce graphique montre que le taux sans risque ont atteint un sommet, suivant une tendance dont la corrélation négative avec la prime de marché n'est plus démontrée au moins au cours des six derniers mois.

Cette appréciation globale du risque de marché, qui est une composante de base du calcul usuel des taux d'actualisation s'accompagne d'une observation de niveaux bas des multiples de valorisation de PME, selon Argos Midcaps, comparables à ceux observés avant 2018. Et cela même si une légère reprise du dernier indice communiqué doit être confirmée.

Pour les évaluateurs, ce cocktail signifie que le risque de dépréciation des actifs acquis « au prix fort » entre 2020 et 2024 est élevé, ou que la présentation de prix de transaction requiert plus que jamais de solides démonstrations de la performance opérationnelle.

Indice Argos Mid-Market

Evolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois glissants



Source : Epsilon Research / Mid-market Argos Index®

Aux Etats-Unis, la même tendance est qualifiée de "grand paradoxe" à mesure que les indices S&P et Nasdaq atteignent des niveaux historiques, certes soutenus par les valeurs liées à l'IA mais aussi par un niveau de croissance réel bien supérieur à celui observable en Europe. En même temps, les taux longs sont au plus haut sur une période de 15 ans.

Est-ce une situation durable ? Les économistes ont là un terrain de réflexion tout à fait passionnant et nous ne nous risquerons pas à faire de la prospective.

A court terme, le constat de la tension sur le marché des taux en France, provoqué par la conjonction d'un niveau d'endettement et d'une croissance faible, et dans une certaine mesure, le retour d'un risque d'inflation, se traduit par des consensus d'analyste vers un maintien de taux d'intérêt élevé.

Et l'orientation des marchés actions est sans direction alors que les mesures de volatilité sont très élevées.

2. Quelle attention apporter aux signes d'inflation ?

Le signal envoyé par la BCE lors de sa révision à la hausse des taux directeurs en juillet 2026 pour éviter une reprise de l'inflation témoigne d'une préoccupation majeure. Car l'inflation est l'un des mécanismes clés de contagion d'une crise énergétique aux autres secteurs.

En effet, la hausse des coûts de production et de transport est susceptible de se diffuser rapidement.

La baisse de l'inflation au mois de juin 2026, expliquée notamment par la correction à la baisse du prix du pétrole et les espoirs d'issue de la fin du blocus du Déroit d'Ormuz, ne paraît pas, selon nous, définitive.

Les conflits, caractérisés par des cibles énergétiques, se prolongent – en Iran et en Ukraine – et les records de température imposent des fermetures de centrales nucléaires.

Les leviers primaires de l'inflation n'ont pas disparu.

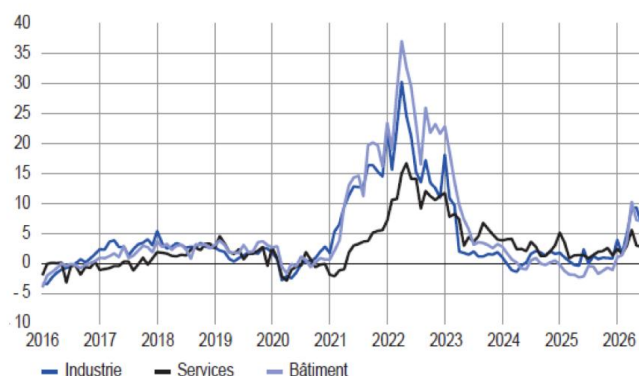
Dans les projections macro-économiques de la Banque de France publiées en juin 2026, les perspectives d'évolution des prix à la consommation ont été, pour leur part, revues à la hausse de 0,8 point, soit 2,5% pour 2026. Le taux d'inflation descendrait en-dessous de 2% fin 2027 et 2028 (cf supra page 7). Cet horizon, au-delà des élections présidentielles en France, nous paraît très éloigné.

Dans les entreprises, le choix des hypothèses d'inflation subie dans les plans d'affaires auront des impacts significatifs sur les marges. Pour autant, celles que nous observons aujourd'hui sont limitées.

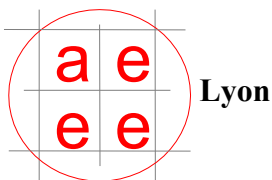
En réponse à de nouveaux scénarios plus pessimistes, la tentation ne sera-t-elle pas grande pour les directions financières d'ajuster par des effets prix les révisions des projections d'atterrissage 2026 et 2027 ?

La dernière enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, de juillet 2026, signale que tous les secteurs d'activité maintiennent une orientation haussière de leurs prix de vente.

Évolution des prix de vente par grands secteurs



(solde d'opinion CVS-CJO)



Dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt augmenterait la difficulté d'accès au crédit d'investissement pour les entreprises, alors que les perspectives de croissance notamment en France sont déjà revues à la baisse.

3. Quelles conséquences pour les taux d'actualisation ?

La superposition de crises n'entraîne pas mécaniquement une augmentation des taux d'actualisation.

Au contexte de persistance du conflit en Ukraine, de dégradation des relations internationales, et de l'impact de la guerre en Iran sur les compagnies pétrolières, s'ajoutent d'une part l'évolution paradoxale des marchés financiers de taux et d'actions et, d'autre part, la reprise du risque d'inflation.

Début mai 2026, l'observation factuelle des paramètres financiers couramment utilisés dans la construction des taux d'actualisation montre une augmentation d'environ 1% par rapport au 31 décembre 2025 toute chose égale par ailleurs. Cette hausse se décompose entre +0,3% du taux sans risque et de +0,6% de la prime de marché.

La pratique privilégie cependant l'utilisation de moyennes sur 1 an pour limiter les impacts trop conjoncturels. A date, la hausse des paramètres financiers est bien plus limitée à environ +0,4% par rapport au 31 décembre 2025.

Dans tous les cas, la prise en compte des paramètres de marché restera indissociable d'une réflexion sur l'opportunité de revoir les plans d'affaires, a minima au regard du risque d'inflation.

Enfin, la sensibilité des valorisations devrait être calculée sur la base de fourchettes étendues, à la mesure de l'amplitude des variations récentes du marché.

En conclusion, les conditions actuelles de marché, qui ne sont jamais définitives, alliées au contexte de reprise du risque d'inflation et de perspectives économiques incertaines en Europe et en France, sont des ingrédients impactant à la hausse les taux d'actualisation. Cette tendance, si elle se confirmait, viendrait modifier la relative stabilité observable depuis au moins deux ans dans le calcul des taux d'actualisation.

Evaluation de la relation clientèle en normes IFRS

Victor TERENCEZ,
Membre d'A3E
Directeur Valuation & Modeling, GRANT THORNTON

1 – Introduction

Lors de la réunion de l'association A3E le 7 juillet dernier, nous avons abordé le thème de l'évaluation des relations clients dans un contexte d'allocation de prix d'acquisition (*Purchase Price Allocation – PPA* en anglais).

Cette discussion a donné lieu à de nombreux échanges sur les aspects théoriques, comptables et également sur la divergence des pratiques entre différents cabinets.

Dans cet article, nous synthétisons les principaux composants méthodologiques évoqués lors de la présentation sur l'estimation de la valeur de la relation clientèle.

2 – Identification des relations clients dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition

Selon les normes IFRS, l'acquéreur doit répartir le prix d'acquisition entre les actifs corporels, incorporels et autres actifs et passifs de la société acquise via le processus de *Purchase Price Allocation (PPA)*.

Lors de la mise en œuvre de cet exercice, la relation clientèle fait partie des actifs généralement évalués spécifiquement. En effet, les sociétés cibles disposent souvent d'un portefeuille de clients, d'un historique de relations commerciales avec ces clients, et de contrats signés.

A partir des normes comptables, la relation clientèle peut être reconnue séparément du goodwill si elle est identifiable, c'est-à-dire si elle est séparable ou si elle résulte de droits contractuels, et si elle est évaluable.

La 1^{ère} étape, avant de parler de méthode de valorisation, doit porter sur l'analyse qualitative qui doit confirmer l'existence d'une relation clientèle identifiable. Ainsi, il peut exister un actif incorporel de relations clients lorsque l'entreprise entretient un contact régulier avec des clients (clientèle récurrente), permet au client de la contacter directement, possède des informations sur le client, et lorsque des contrats existent (ou même si les relations ne sont pas contractuelles).

A l'inverse, les relations clientèles ne seront pas reconnues distinctement du goodwill dans le cas d'une clientèle essentiellement ponctuelle, d'une clientèle BtoC.

3 – La méthode d'évaluation : Surprofits (Excess Earnings)

Pour estimer la juste valeur d'un actif incorporel, trois principales approches peuvent être envisagées : l'approche de marché, l'approche par les revenus, et l'approche par les coûts.

L'approche par les coûts n'est généralement pas utilisée. L'approche de marché est retenue dans les secteurs où il y a des transactions régulières portant sur le fonds de commerce (ex : nettoyage, immobilier, assurances, ...). Il existe dans ces cas des pratiques sectorielles de valorisation du fonds de commerce assimilables à la valeur de la relation clientèle.

Dans les autres cas, l'approche par les revenus est utilisée.

L'approche par les revenus est en effet couramment utilisée pour valoriser la relation clientèle, car elle permet de prendre en compte le rendement futur attendu de l'actif en l'absence d'informations suffisantes sur des transactions de marché comparables.

Dans ce contexte, la méthode des surprofits (ou *Multi-Period Excess Earnings Method*) apparaît comme une méthode de référence pour valoriser les relations clients. Elle consiste à actualiser les profits additionnels nets d'impôt que l'actif incorporel est supposé générer dans le futur, après déduction de la rémunération de tous les autres actifs nécessaires à la génération de ces profits. Elle est communément utilisée pour des actifs étroitement liés à l'activité de l'entreprise lorsque les bénéfices directement attribuables à l'actif ne sont pas aisément isolables.

Il est important de noter que la méthode des surprofits est généralement essentiellement mise en œuvre dans le cadre de PPA. Cette méthode est rarement mise en œuvre dans le cadre d'évaluations hors cadre comptable, car :

- soit le secteur d'activité extériorise des transactions régulières portant sur le fonds de commerce uniquement (cf supra), et dans ce cas, l'évaluation s'appuie sur des pratiques sectorielles basées généralement sur le CA, avec des coefficients qui varient en fonction des natures de CA,
- soit dans les autres cas, les entreprises sont généralement valorisées par rapport à des méthodes globales (ex DCF, multiples), et dans ce cas la relation, clientèle n'est pas estimée spécifiquement.

Pour ces raisons, la méthode des surprofits est souvent peu comprise par les sociétés, et considérée comme une méthode dite d'experts.

Dans la partie 4 ci-dessous, nous présentons plus en détail l'application de cette approche.

4 – Etapes de l’application de la méthode des surprofits

4.1. – Première étape : identifier le chiffre d’affaires attribuable aux clients existants à la date de référence

La première étape consiste à estimer le chiffre d’affaires attribuable uniquement aux clients existants à la date d’évaluation, et à identifier la part du CA pour laquelle une relation clientèle a été identifiée (versus clients ponctuels). Ce point est essentiel : le PPA ne valorise pas une capacité commerciale future, mais un actif existant à la date d’acquisition. Les ventes futures estimées avec de nouveaux clients ne doivent donc pas être attribuées mécaniquement à la relation clients acquise mais faire l’objet d’une appréciation : L’évaluateur définit la part du chiffre d’affaires récurrente attribuable aux clients existants et son évolution attendue pour les prochaines années.

Les échanges ont mis en évidence des divergences pratiques entre les cabinets dans les estimations des ventes futures.

Par ailleurs, lorsque l’information est disponible, et que l’impact sur la valorisation est considéré comme significatif, il est souhaitable de segmenter de manière plus fine la clientèle : par produits ou services, zones géographiques, marges, niveaux d’attrition, volumes de vente ou types de clients.

4.2. – L’attrition

L’attrition (ou *churn rate* en anglais) mesure la perte de clientèle et représente une hypothèse clé dans la construction de la méthode.

Elle est souvent estimée à partir des données historiques et peut être calculée à partir du nombre de clients, du chiffre d’affaires ou d’une perte annualisée de chiffre d’affaires. Nous observons que les méthodes d’estimation de ce taux divergent entre les praticiens.

4.3. – La rentabilité

Une fois le chiffre d’affaires et le taux d’attrition déterminés, il convient d’estimer la marge opérationnelle applicable au portefeuille clients acquis. Cette marge (d’EBIT) doit être cohérente avec celle constatée sur les clients existants, et notamment les clients intégrés dans la relation clientèle : elle peut être fondée sur l’historique, une vision normative ou les prévisions disponibles.

Certains ajustements de la marge peuvent être nécessaires. Les projections doivent notamment être retraitées des coûts liés à l’acquisition de nouveaux clients (marketing, publicité ou dépenses similaires) afin de distinguer les coûts d’acquisition des coûts de fidélisation. Par simplification, faible matérialité ou manque d’information pertinente, nous observons que de nombreuses analyses n’affichent pas de retraitement de marge d’EBIT prévisionnelle.

4.4. – Les charges capitalistiques

La méthode des surprofits repose ensuite sur la déduction de la marge d'EBIT des charges contributives (ou « *contributory asset charges* » en anglais). Ces charges représentent la rémunération minimum attendue des actifs de support, c'est-à-dire le montant minimum qu'un participant de marché devrait payer pour utiliser les actifs nécessaires à la génération des profits de l'actif évalué.

Les pratiques diffèrent entre évaluateurs, les divergences concernent par exemple le niveau de rémunération applicable aux actifs et également la méthode de calcul des charges contributives : fixes (en % du CA) ou variables en fonction de la projection des agrégats.

4.5. – Le capital humain

Les équipes constituées et opérationnelles sont acquises avec l'entreprise. Le capital humain ne peut pas être reconnu séparément comme actif incorporel au regard des normes comptables. Il doit néanmoins être évalué afin de prendre en compte sa juste rémunération, en tant qu'actif contributif, par la méthode des surprofits.

La méthode généralement utilisée est celle des coûts de remplacement. Elle suppose que l'acquéreur devrait reconstituer les équipes de l'entreprise acquise.

Les pratiques hétérogènes entre cabinets concernent par exemple la structure de calcul des coûts de remplacement, mais également l'impact de l'impôt sur les sociétés (ou non) dans la valeur de l'actif.

4.6. – Taux d'actualisation

Les surprofits après impôts doivent ensuite être actualisés à un taux approprié. En général, le TRI de l'opération constitue le taux pivot pour l'évaluation des actifs incorporels, même si le WACC ou d'autres références peuvent être retenus dans certains cas. Le TRI correspond au taux implicite qui met en cohérence le prix payé et le business plan d'acquisition.

Ce taux peut être ajusté selon les risques spécifiques des clients, la concentration du portefeuille, sa volatilité ou le niveau de TRI observé. Là encore, malgré les différences spécifiques de chaque acquisition, certaines divergences peuvent apparaître entre les pratiques des évaluateurs.

4.7. – TAB

Le *Tax Amortisation Benefit* (ou TAB) constitue une composante possible en normes IFRS de la valorisation lorsque la méthode intrinsèque est utilisée. Il correspond aux économies fiscales attendues dans certains pays au titre des dotations aux amortissements futures de l'actif évalué. Le bénéfice fiscal attendu est ajouté à la valeur de l'actif lorsqu'un acquéreur potentiel serait prêt à payer un montant reflétant la valeur actuelle de cet avantage fiscal. Pour information, le TAB, lorsqu'il est calculé, représente souvent entre 10% et 20% de la valeur brute de la relation clientèle.

Il est à noter que le TAB n'est pas évoqué dans les normes IFRS, mais découle d'une pratique venant des normes américaines (US GAAP) liées aux PPA et est discuté dans la norme IAS 210 sur les actifs incorporels.

Au sein d'un même référentiel comptable, nous observons des visions assez différentes entre les évaluateurs : (i) soit une application plus pragmatique, dès lors qu'un acteur de marché pourrait bénéficier d'un tel avantage, soit (ii) une application basée sur la capacité réelle de l'acquéreur de profiter de ces économies fiscales.

4.8. – Durée de vie

Enfin, la durée de vie économique correspond à la période pendant laquelle l'actif contribue directement ou indirectement aux cash flows futurs de l'entité. Cette durée de vie correspond à la durée d'amortissement dans les comptes consolidés de la relation clientèle calculée.

Nous observons en pratique différentes approches, avec la prise en compte : (i) du temps nécessaire pour capturer entre 90 % ou 95 % de la valeur de l'actif, en gardant une cohérence avec l'analyse de l'attrition, ou (ii) des durées arbitraires (par exemple 10, 15 ou 20 ans).

En pratique, il est rare de retenir des durées d'amortissement supérieures à 20 ans, voire 15 ans.

5 – Observations finales

La valorisation des relations clients ne peut donc pas être réduite à une formule ou méthode et correspond à un exercice de lecture économique dans un contexte post-transaction. Au-delà des formules et paramètres de calcul :

- l'analyse qualitative de la relation clientèle est une étape essentielle avant de passer à la phase calculatoire,
- l'exercice du jugement est essentiel pour assurer la cohérence entre l'analyse qualitative et la mise en œuvre des calculs,
- il est important de prendre du recul et d'apprécier la cohérence du poids relatif entre la valeur de la relation clientèle et la valeur d'entreprise de la société acquise par rapport au ratio induit dans des PPA de sociétés du même secteur,..., et par rapport aux autres PPA effectués par le groupe sur des transactions similaires.

Cet exercice d'évaluation est impacté par un nombre important d'hypothèses interconnectées provenant du jugement et pratiques des évaluateurs.

Le cadre théorique et comptable pose les bases, mais les normes IFRS n'explicitent pas le détail de chaque étape. La norme IAS 210 propose quant à elle un cadre un peu plus étoffé.

Indépendamment des contextes spécifiques à chaque mission, les pratiques entre cabinets convergent en majorité sur les principaux agrégats à retenir pour le calcul de la méthode des surprofits (ex : CA soumis à relation clientèle, attrition, marge d'EBIT, charges capitalistiques,...), mais des divergences existent (et persistent) sur les modalités de mise en œuvre, et sont dans certains cas nombreuses (et éventuellement matérielles).

Plus de consensus rendraient plus simples dans de nombreux cas les échanges entre les sociétés, leurs conseils, et les commissaires aux comptes.

Points d'attention en évaluation :
sur quelle période calculer les wacc en période de forte volatilité des marchés ?

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

Le wacc correspond au coût moyen pondéré du capital : pondération du coût des fonds propres et du coût de l'endettement financier net en tenant compte du gearing.

Le wacc est calculé :

- **d'une part en retenant des données de marché** : taux sans risques, primes de risques marché, certaines composantes des primes spécifiques, ...
- **et d'autre part en prenant en compte des données propres à l'entreprise** : prime de risques spécifiques, flux,...). Il est rare que les flux prévisionnels utilisés pour valoriser l'entreprise soient des flux de marché (cf ci-après).

A titre indicatif et hors PE ou cas exceptionnels (sociétés en difficulté, start-ups,...) les données de marché représentent souvent entre 70% et 80% des wacc.

La méthode des flux de trésorerie fait partie de la famille des méthodes intrinsèques, par opposition aux méthodes analogiques qui font référence à des valeurs de marché / de transactions.

La méthode des flux de trésorerie repose sur un principe de continuité d'exploitation et non de cession. Elle intègre des flux à long terme, qui est la traduction chiffrée de la stratégie actuelle, elle intègre un horizon limité et une période à l'infini. L'évolution des flux peut conduire à une situation très différente des flux actuels.

Il y a une règle de bon sens en évaluation qui veut que sauf situation exceptionnelle, la valeur d'une société devrait être en théorie être stable sur des courtes périodes (ex : d'un mois sur l'autre, voire d'un trimestre sur l'autre).

La méthode des DCF valorisant les fondamentaux de l'entreprise, la valeur doit être « dépolluée » des variations de marché erratiques, notamment si les événements à l'origine n'ont pas d'impact sur la société, et notamment si la société évaluée n'est pas cotée.

Il est important pour l'analyse de rappeler les points importants suivants, comme évoqué notamment dans l'édito et dans l'article de Hughes de Noray.

- nous constatons une volatilité très forte des données de marché sur des périodes courtes,
- les marchés sont sensible aux crises..., mais sur une période courte (augmentation des wacc de marché de près de 1 pt suite au covid, à la guerre en Iran,...), pour revenir à un niveau stable rapidement (après 2 – 3 mois), ce qui montre d'une part une forte résilience.,..., et d'autre part un ajustement rapide dans l'ajustement des consensus de prévisions des entreprises, ce qui permet le retour à une certaine cohérence entre prévisions en wacc.

- On constate une décorrélation plus forte entre le taux sans risques et la prime de risques marché,..., alors qu'il existait une corrélation négative forte sur les 20 dernières années,
- Il y a des frottements techniques non intuitifs, comme celui constaté sur S1 2026 : la prime de marché baisse suite à la croissance des marchés boursiers,..., malgré les incertitudes très fortes,
- Il est important de rappeler que la dimension spéculation est une dimension forte sur les marchés : les marchés sont plus attentifs aux perspectives de variation de la valeur que de la valeur elle-même. Ainsi, une baisse brutale des marchés peut être représentative d'anticipation de plus-values futures,
- Comme nous l'avons indiqué dans une lettre précédente, l'essentiel des ordres de bourse sont initiés par des algorithmes,
- La prise en compte d'un gearing sectoriel pourra se révéler dans de nombreux cas non pertinents si la stratégie et la structure de financement de l'entreprise évaluée est en pratique très différente de celles du secteur,
- Il peut exister également des frottements techniques : la surpondération de l'IA peut conduire à une baisse artificielle de certains paramètres (tels que les bêtas).

En conséquence, nous recommandons afin d'éviter un « biais de marché » (qui peut être élevé) liée à la volatilité des marchés, de calculer le wacc en ne retenant pas des données spot, mais des données calculées sur des moyennes (ex : 1, 3 ou 5 ans).

La prise en compte de moyennes étaient souvent effectuée avant la crise sanitaire. De nombreux évaluateurs étaient revenus après le covid à des horizons plus courts, en considérant que les horizons longs ne reflétaient pas la hausse de l'incertitude.

Il ne nous appartient pas de vous recommander un horizon précis. Il est généralement utile de calculer les wacc sur différents horizons, pour apprécier les écarts (notamment avec les données spots). Le choix final de l'horizon retenu résultera d'une analyse globale.

Il est important en effet de rappeler que dans tous les cas, l'évaluation fait appel au jugement de l'évaluateur qui joue un rôle prépondérant dans la démarche d'évaluation prise dans son ensemble. En effet, le calcul du wacc s'apprécie par cohérence avec les autres éléments (diagnostic, BP,...). L'exercice du jugement tient compte notamment des points suivants :

- au-delà des aspects calculatoires, l'évolution du wacc doit être cohérente avec l'évolution des risques liés à l'entreprise. Ainsi, un calcul qui conduirait à une diminution du wacc dans le contexte actuel ne serait généralement pas cohérent, sauf à considérer des prévisions trop raisonnables,
- le risque doit être traduit en priorité dans le business plan et dans un 2^{ème} temps dans le wacc,..., corrélation qui n'apparaît pas dans les analyses de benchmarking avec les concurrents, car les hypothèses clés du BP (ex : taux de croissance du CA ou de l'EBITDA sur 5 ans,...) sont rarement indiquées dans les annexes des rapports financiers,

- il est important également d'apprécier la cohérence entre le wacc et le taux de croissance à l'infini (tci). Au-delà de chaque paramètre, c'est l'écart entre les 2 qui est important. Ainsi, un wacc en apparence plus élevé que d'autres combiné à un tci plus élevé conduit à un écart plus faible,
- dans une PME / ETI cotée, la prime de risques spécifiques (liée à la taille,...) peut être significative. C'est souvent un facteur d'ajustement des « imperfections » de marché.

Rappelons que la norme IAS 36 n'impose aucune période d'observation pour le calcul des wacc dans le cadre de la réalisation des tests de dépréciation. Les tests de dépréciation peuvent être réalisés de 2 manières :

- en continuité d'exploitation (qui ne correspond pas à une hypothèse de cession à court terme) : les paramètres du wacc sont généralement calculés par rapport à des moyennes sur une période plus longue.
- en juste valeur (hypothèse implicite de cession à court terme) : le BP est calculé en faisant référence à des données de marché (rarement disponibles, ce qui fait que cette option est rarement utilisée en pratique), et le wacc est calculé sur une période court terme. Cette méthode ne serait pas pertinente dans le cadre de l'évaluation d'une société non cotée ou d'une société cotée sans réelle société comparable.