

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

---

Lettre trimestrielle n°23 – 3ème trimestre 2018

### Sommaire :

- **Edito du Président**  
*Page 1*
- **Une phase d'ajustement salubre des marchés et des valorisations**  
*Page 2*
- **Le préjudice de l'entreprise innovante**  
*Page 7*
- **Au détour de l'information**  
*Page 8*
- **Mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie : 10 pièges à éviter pour le calcul de la valeur terminale**  
*Page 12*

Edito du Président,

*L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.*

*L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.*

L'ajustement à la baisse des marchés boursiers, qui intervient plus tôt que ce que les experts prévoient en fin de 1<sup>er</sup> semestre est « normal », dans le contexte économique et politique actuel. En parallèle, on constate (enfin !) une stabilisation des valorisations, les niveaux de valorisations ayant atteint cet été les sommets d'avant crise.

Cet ajustement est salubre, car les prix, sous l'effet conjugué de la progression des résultats, des multiples, de l'abondance des liquidités, des rapports de force en faveur du cédant dans les transactions portant sur les « pépites », s'étaient envolés et se sont détachés dans certains cas dangereusement des valeurs intrinsèques basés sur les fondamentaux. Il est important de rappeler, comme illustré dans les graphes présentés dans cette lettre, qu'en période de ralentissement économique, l'effet de double baisse (résultats et multiples) intervient en sens inverse, ce qui accentue la baisse des valeurs.

Il convient d'être plus prudent que jamais dans les évaluations par les comparables, et ne jamais oublier qu'il existe une valeur intrinsèque de la société, même si le marché peut fixer un prix très différent de la valeur. En effet, les multiples élevés de valorisation des « pépites », intervenant souvent dans des contextes très spécifiques (transactions importantes, opérations de « build up », intégration d'une prime stratégique,...) ne sont pas représentatifs de l'ensemble des transactions, loin s'en faut. On ne rappellera jamais assez le plus grand défaut d'une application sans « scrupule » de l'approche par les multiples : « l'auto réalisation ».

Ainsi, l'application de la méthode des multiples, aussi simple soit-elle en apparence, nécessite plus que jamais une très grande rigueur dans sa mise en œuvre, et notamment un diagnostic approfondi, un business plan détaillé pour apprécier la pertinence de trajectoire ciblée, et une sélection rigoureuse des comparables.

*Christophe VELUT – Président A3E Lyon*

---

### Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG,  
Bertrand MANET, Alain MARION, 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.*

---

## Une phase d'ajustement salutaire des marchés et des valorisations

---

*Christophe VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis*

Nous avons mis en évidence dans la dernière lettre A3E le fait que le marché se montrait très optimiste, en étant confiant sur la marge de progression des indices boursiers, quand bien même un faisceau de clignotants étaient allumés, tels que, à titre d'exemple :

- *tensions commerciales internationales, avec notamment la guerre protectionniste entre les EU et la Chine ;*
- *l'Argentine qualifiée de pays hyper-inflationnistes depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2018 ;*
- *fortes dévaluations des devises de certains pays africains, autrefois très riches -Angola, avec un impact significatif sur leur situation économique- ;*
- *instabilité politique en Europe (notamment en Italie) ;*
- *forte dévaluation de la livre turque et poussée de l'inflation ;*
- *multiples de valorisation flirtant avec un niveau record de 10X l'EBITDA (indice Argos Mid-Market : 9,9X l'EBITDA sur le 2<sup>ème</sup> trimestre 2018 ;*
- *le CAC 40 proche des niveaux historiques d'avant crise de 2007 ;*
- *niveaux historiques de valorisation des poids lourds boursiers de la mouvance techs : GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft), des NATU (Netflix, Airbnb, Tesla, Uber), ou BATX (Baidu, Alibaba, Tencent, Xiaomi), certaines dépassant le seuil mythique des 1 000 mds \$,...).*

La situation n'avait pas empêché nombre d'analystes de continuer de prévoir une poursuite de la croissance des marchés, en situant un risque de baisse des marchés plutôt sur le 2<sup>ème</sup> semestre 2019.

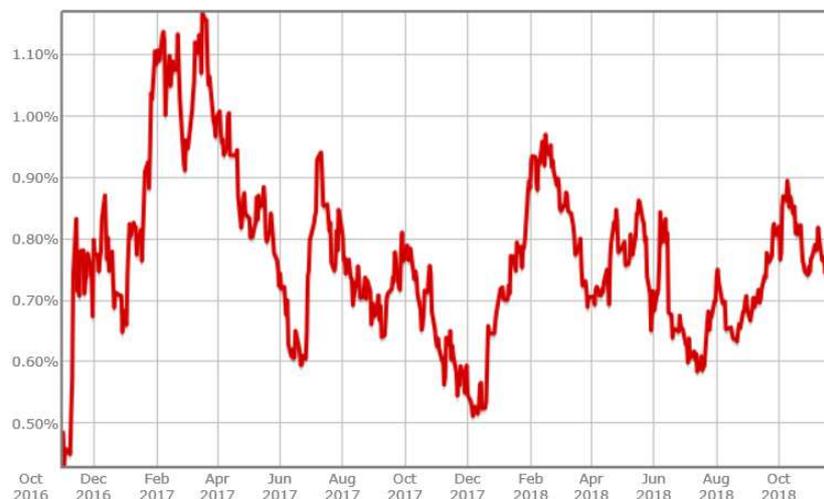
Avec 3 mois de recul, on peut constater :

- que l'indice Argos Mid-Market s'est stabilisé à 9,8X l'EBITDA sur le 3<sup>ème</sup> trimestre 2018, mettant en évidence une sensibilité moins forte de l'environnement macroéconomique sur la valorisation des sociétés non cotées (à l'inverse, le multiple de valorisation des sociétés cotées a baissé de 5% sur le 3<sup>ème</sup> trimestre à 9X l'EBITDA (source : rapport Argos) ;
- que les risques protectionnistes ont progressé, avec les EU et la Chine qui jouent au « chat et à la souris » ;
- que les risques politiques ont augmenté dans certains pays (Brésil,...) ;
- que la volatilité des prix des matières premières est très élevée (ainsi, le pétrole a fortement baissé lorsque les experts ont annoncé que le pétrole pouvait prochainement atteindre les 100\$ le baril) ;

- que, si le cours de la livre turque est revenue à un niveau raisonnable (5,5 à fin juin, 7,84 au 13 août 2018, pour revenir à 6 en novembre), l'inflation est passée de 10% en mars, à 25% à fin septembre 2018 ;
- ... que la bourse est orientée à la baisse depuis fin septembre, comme illustré dans le graphe ci-dessous :



- que l'évolution des taux sans risques à des niveaux historiquement bas reste contre-intuitive au regard de l'évolution des risques « macroéconomiques » ;
- que l'augmentation « franche » des taux n'est pas encore intervenue, comme l'illustre le graphe d'évolution des taux des OAT 10 ans sur 2 ans (source : Agence France Trésor) ;



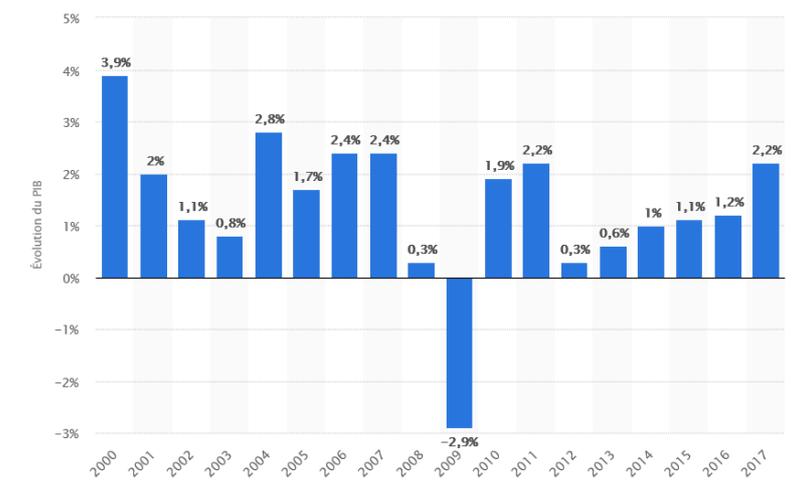
- que les journaux ne donnent pas que « des bonnes nouvelles » :
  - o *Les Echos* 15 novembre 2018 étaient porteurs de nouvelles peu réjouissantes, telles que :
    - « l'économie mondiale peut-elle résister à une récession chinoise » ? ;
    - « l'Inde, impuissante face à l'asphyxie des villes, qui met en évidence les conséquences dramatiques du développement accéléré sur l'environnement », qui n'est pas tenable dans la durée ;
    - ou encore « coup de froid sur la croissance allemande, avec un recul de 0,2% du PIB, avec une moindre croissance des ménages, et l'automobile qui ne sera plus un moteur de croissance pour l'Allemagne ».
  - o *Xerfi* 16 novembre 2018 : « la bourse tanguée, mais pas de krachs en vue ».

Les mêmes spécialistes qui étaient « résolument » optimistes cet été, ont tendance à avoir un comportement tout aussi tranché en sens inverse avec une inquiétude grandissante actuellement aux Etats-Unis, au prétexte de l'inversion de la courbe des taux (i.e. les taux courts tendraient à être progressivement plus rémunérateurs que les taux longs), signe qui n'a pourtant pas été démontré comme annonciateur systématique d'une récession par le passé.

Nous serions bien prétentieux de nous prononcer sur un éventuel krach à plus ou moins long terme.

Nous pouvons constater à ce jour que :

- d'une part, le ralentissement de la croissance était prévu, car on constate depuis longtemps la succession de cycles économiques haussiers et baissier :



Source : portail de statistiques Statistica

- d'autre part, l'ajustement des valorisations à la baisse, ou plutôt en termes plus corrects, la stabilisation des valorisations pour reprendre l'expression de l'indice Argos, est très « normal », voire salutaire, car il traduit une réalité économique et financière.



Multiple médian EV/EBITDA sur 6 mois glissants  
Source: Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

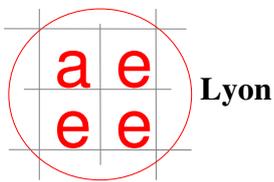
Une montée continue des niveaux de valorisation boursière jusqu'en 2019, en décalage avec la situation économique, aurait accentué le risque de forte baisse des marchés. Nous considérons donc que cet ajustement plus tôt que prévu par certains experts est salutaire.

Les prix sont surévalués dans de nombreux cas par rapport aux valorisations, pour un ensemble de raisons que nous avons expliquées à plusieurs reprises dans les lettres précédentes (abondance de liquidités, course aux « pépites », retour à la croissance mondiale, coût de la dette historiquement bas, moyennes de valorisation qui ne sont pas comparables avec les transactions de sociétés « normales », ...).

Sans parler de krach, la baisse à plus ou moins court terme sera plus ou moins importante selon les cas, sur la base du scénario qui s'est déjà produit à plusieurs reprises après une phase de croissance :

- diminution probable des multiples (cf graph ci-dessus) ;
- perspectives de croissance générales plus faibles qu'il y a 2 ans ;
- révision à la baisse des résultats.

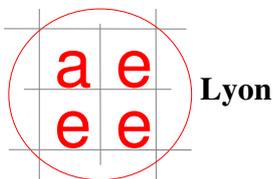
Comme dans toute situation où le contexte se tend, les prix convergent en effet progressivement vers la valeur, et les valorisations des entreprises devraient, comme dans le passé dans des situations similaires s'appuyer plus vers les fondamentaux des entreprises, en attendant la prochaine remontée.



Nous n'avons pas à ce jour le recul pour aller plus loin dans la réflexion, compte tenu des nombreuses incertitudes sur les ampleurs des évolutions des risques macro-économiques et microéconomiques (évolution des résultats des entreprises).

Il est cependant certain qu'une révision significative à la baisse des résultats des entreprises dans le contexte économique et politique actuel accentuerait la baisse des marchés.

Si les indices de valorisation rétrospectives récentes des sociétés non cotées est à ce jour peu sensible à l'environnement politique et économique, gardons à l'esprit qu'il existe toujours un moment où le microéconomique converge vers le macroéconomique. Tout est toujours une question de « market timing imprédictible ».



---

## Le préjudice de l'entreprise innovante

---

*Philippe BAU, Expert-comptable diplômé, commissaire aux comptes, Expert auprès de la Cour d'appel de Lyon.*

Philippe BAU, membre d'A3E a publié un article dans LEXIS NEXIS (JCPE) du 2 Août 2018 sur « le préjudice de l'entreprise innovante ».

Dans cet article, il rappelle les fondements de la réparation du préjudice : un lien causal, relatif à des événements passés et une perte de chance « de ne plus pouvoir saisir des éventualités favorables (Cour de cassation et Conseil d'Etat) », relative à des événements futurs qui auraient pu se dérouler en l'absence de l'acte ou du fait dommageable (scenario contrefactuel).

Il rappelle que pour de nombreux auteurs, l'innovation est aujourd'hui la compétence essentielle des directions d'entreprise.

Il décrit ensuite ce qu'il faut entendre par innovation : il relate notamment les 6 catégories d'innovation proposées par BPI FRANCE, il rajoute plusieurs aspects relatifs aux conditions de valorisation de l'innovation : la maturité du modèle économique de l'entreprise victime, la maturité et l'agilité de ses processus d'innovation (démarche lean startup, analyse de la valeur,...).

Il termine par un chapitre sur la détermination du préjudice de l'entreprise innovante en axant son propos sur la maturité de l'innovation et sa pertinence, la robustesse des actifs créateurs de valeur (il utilise pour cela le modèle Creavalue) et la soutenabilité du plan d'affaires que soutient l'innovation en question.

Philippe Bau est par ailleurs expert près la Cour d'appel de Lyon, Coach de la master class PI de l'INPI, membre du groupe innovation du MEDEF du Rhône...

Le lien avec la revue : <http://www.lexiskiosque.com/catalog/jcp-e/jcp-e/n31-2018>

---

## Au détour de l'information

---

*Eddy BLOY, Vice Président A3E*

Le propos de cette chronique tient dans quelques réflexions sur des éléments d'actualité glanés auprès de diverses sources. A l'évidence, ce ne sont en rien des discours construits et discursifs pouvant révolutionner l'état des connaissances !

Un premier point notable qui a attiré mon attention récemment : Michel Albouy, Professeur Emérite à l'Université de Grenoble et Professeur à la Business School de cette même ville, interroge sur Xerfi Canal, la rationalité de l'exigence d'un ROE de 15% (rappelons que le Return On Equity est le rapport comptable entre le résultat net comptable et les capitaux propres comptables).

Nous ne saurions trop engager nos membres, au passage, à consulter de temps en temps cette source d'informations et de réflexions où l'on a le plaisir d'entendre des choses plutôt plus intelligentes qu'ailleurs et où l'on sort un peu des idées reçues qui traînent partout. Autre avantage, accessoirement : c'est gratuit ! Pour revenir au fond, je crois que cet interview d'Albouy est salutaire car cette barre des 15% a imprégné des décennies de financiers, praticiens ou non.

Après recherche Albouy énonce que ce niveau n'a aucun fondement rationnel et que personne ne connaît véritablement l'origine de cette pseudo norme car personne n'a jamais montré indubitablement que les actionnaires attendaient « effectivement » 15% de ROE. Il n'est même pas sûr que cet indicateur soit pertinent pour guider leur comportement en tant qu'actionnaire. D'ailleurs que veut dire un tel chiffre dans l'absolu. Un taux de 15% n'aura pas la même signification avec une inflation de 5% ou de 1%. Cet interview m'interpelle pour au moins deux raisons :

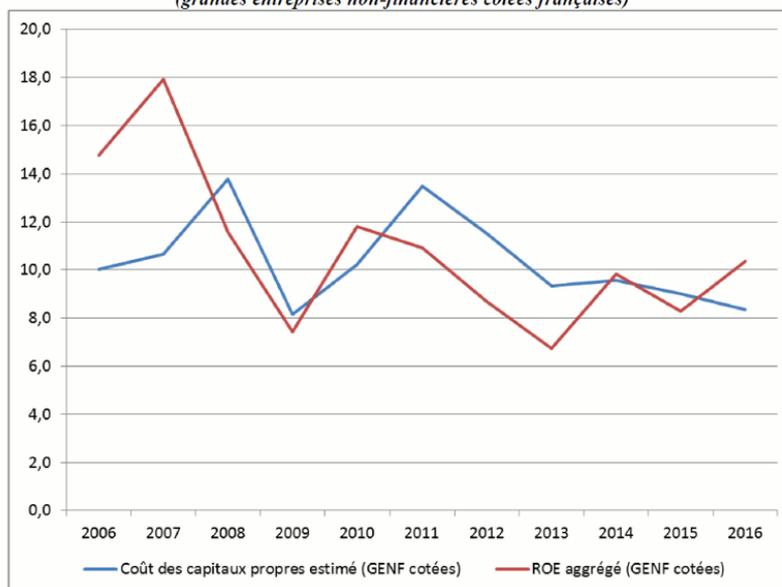
- il nous alerte sur ces chiffres venus de nulle part et que l'on entend ressassés à satiété y compris dans des conférences sérieuses sans que l'on ne s'en émeuve outre mesure. Le pire est évidemment quand on les prend comme référence pour nos propres travaux ;
- le niveau de ROE n'est évidemment pas sans incidence sur notre pratique d'évaluateur car on peut le corréliser avec le coût du capital, bien que ces deux notions ne procèdent absolument pas du même calcul, ni même à la limite de la même démarche.

Je voudrais m'attarder sur ce dernier point car on entend souvent évoquer, par effet de confusion un coût des capitaux propres minimum de 15%, du moins pour les sociétés non cotées. Ce faisant, il y a évidemment une confusion regrettable entre les deux notions, la première relève d'un calcul purement comptable, le coût des capitaux propres renvoie à des modèles actuariels autrement plus complexes qui ne cessent de faire l'objet de recherches économiques.

A ce titre, il intervient directement dans nos calculs de coût du capital et donc dans notre détermination de la valeur. Il serait regrettable que de tels présupposés viennent parasiter notre pratique. Par ailleurs j'en profite pour décliner quelques informations :

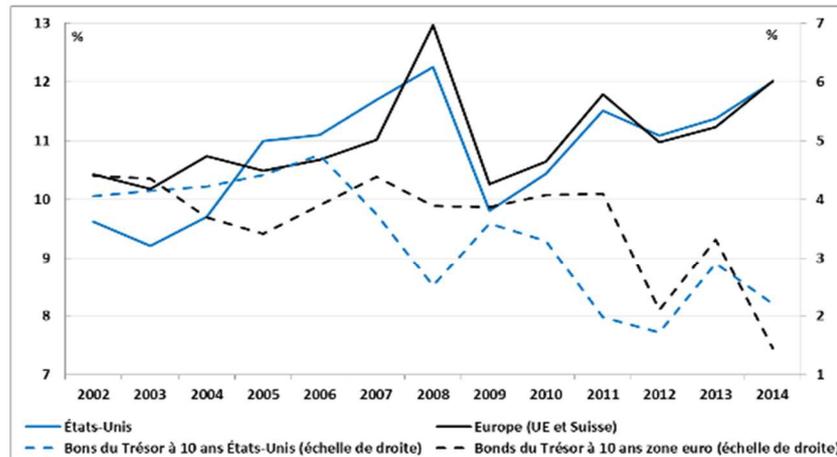
- le graphique suivant tiré d'un billet d'information récent de la Banque de France, montre qu'il existe un certain parallélisme entre les évolutions du ROE et celles du coût des fonds propres mais que de 2006 à 2012, il y a clairement un décalage d'environ 2 ans entre les variations du ROE et celles du coût des fonds propres comme si l'un induisait l'autre par contagion ;
- le ROE peut atteindre ou dépasser parfois les 15% mais il est, le plus souvent en dessous de ce niveau sur la période considérée ;
- depuis 2012, les fluctuations de ces deux grandeurs semblent un peu moins marquées ;
- enfin, sur les années les plus récentes, ils semblent que le ROE amorce une tendance haussière, alors que le coût des capitaux propres manifesterait une tendance inverse. On peut avec beaucoup de prudence produire deux déductions :
  - si l'on considère que le cours des actions varie en sens inverse du coût des capitaux propres, cette situation peut expliquer le relativement haut niveau de valorisation des actions ;
  - si l'on considère également que les variations du ROE annoncent celles du coût des capitaux propres, on peut penser que cette situation pourrait se retourner avec un retard de deux ans. Alors, la chute du CAC 40 ces derniers temps laisse-elle présager un retournement de tendance à partir de cette année ? Je me garderais bien de jouer les devins.

*Graphique 1 : Un coût des fonds propres à nouveau inférieur à leur rentabilité en 2016 (grandes entreprises non-financières cotées françaises)*



Sources : Banque de France et Datastream

Je compléterais ces informations par un dernier graphique qui concerne, cette fois, non pas notre seul pays, mais les Etats-Unis et l'Europe :



Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, Business and Finance Outlook 2015), BCE (Euro area 10-year Government Benchmark bond yield).

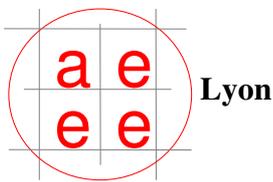
Ce graphique montre clairement les tendances inversées qui animent les taux sans risque et le coût du capital sur la longue période, ce qui indique, non moins clairement, que les primes de risques ont nettement pris du poids lors de cette période. On peut alors s'interroger sur l'inflation qui a frappé les multiples ces dernières années.

Autres petites nouvelles qui mises bout à bout peuvent nous interroger sur la logique de certains business model et sur les difficultés qu'il peut y avoir à les valoriser :

- une nouvelle banque en ligne appelée REVOLUT et qualifiée de néo-banque, est promise à devenir une licorne. Elle l'est déjà, potentiellement, puisqu'elle a fait une levée de fonds de 250 m\$ ce qui la valorise 1,7 Mds de \$. Cette banque qui a des

pratiques qui tutoient les limites de la légalité pour échapper aux côtés tatillons des régulateurs veut s'abriter en Lituanie, à Vilnius, qui se dit prête à être beaucoup moins regardante pour devenir la City des Fintechs. Certes, elle sera dans la zone euros et donc, en dépit du laxisme éventuel de la banque centrale locale, soumise au contrôle de la BCE. Cependant, celle-ci n'est pas véritablement équipée pour enquêter sur les blanchiments d'argent ;

- une compagnie long-courrier low-cost, PRIMERA-AIR vient de déposer brutalement le bilan, laissant en rade des milliers de passagers. Norwegian que l'on promettait, il y a encore peu, au plus bel avenir est en difficulté et veut revendre la moitié de sa flotte. Elle perdra probablement 2 milliards d'euros en 2018, soit autant que son endettement actuel. Nous n'épiloguerons pas sur la faible fiabilité d'une telle structure. Quand la croissance d'une entreprise est de 15% par an et que ces pertes augmentent à la même vitesse voire plus, on peut s'interroger sur les insuffisances de tels modèles.



Ces exemples, qui ressortent tous deux de l'économie du low-cost, sont éclairants dans la mesure où, une fois de plus, ils nous alertent sur les emballements du moment qui animent la communauté financière et qui conduisent à faire abstraction de paramètres dont une variation brutale et contingente peut totalement bouleverser l'économie d'un modèle.

Dans le premier cas, qui ne voit qu'une opportune décision des autorités régulatrices peut rendre totalement inopérant ce type de logique. Dans le deuxième cas, clairement, la hausse des cours du Brent a été un facteur susceptible de rendre caduques les projections initiales des fondateurs. D'ailleurs, Norwegian envisage d'acheter des A350 pour rendre son modèle viable dans l'actuel contexte (On ne sait pas avec quels fonds ?).

La profession d'évaluateur est et va être de plus en plus confrontée à ce type d'incertitudes qui pèse sur la fiabilité des modèles proposés à sa pratique. Comment répondre à de tels défis ? Les méthodes de multiples paraissent inopérantes voire dangereuses dans de tels cas. Dans le cadre des méthodes actuarielles, l'augmentation des taux d'actualisation sont certes un moyen de peser sur des valeurs excessives mais elle comporte des limites évidentes car, en réalité, dans les termes de la somme actualisées, ce ne sont pas les dénominateurs (i.e. les coefficients d'actualisation) qui posent le problème mais les flux attendus qui figurent au numérateur.

En réalité, les seuls éléments tangibles dont on dispose sont les valeurs implicites qui ressortent de tours de tables fondées sur des espoirs dont le contour de la rationalité est difficile à cerner. Il est probable que si l'on tentait de retrouver ces valeurs à l'aide de modèles académiques, on aboutirait à des impossibilités. Finalement ce serait déjà en soit une information. Certes, ces tours de tables font plus émerger des prix que des valeurs. Mais si les écarts prix-valeurs ressortant de telles confrontations sont totalement disproportionnés, ils laissent augurer, à terme, non pas des processus de convergence mais un effondrement des prix qui peut à son tour abolir la validité des modèles économiques sous-jacents. L'explosion de la bulle internet en son temps en est un exemple.

---

## Mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie 10 pièges à éviter pour le calcul de la valeur terminale

---

*Christophe VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis*

### *L'enjeu de la valeur terminale :*

La valeur terminale représente généralement entre 60% et 80% de la valeur d'une société déterminée selon la méthode des flux de trésorerie actualisés (« DCF »).

Il nous semble important de mettre l'accent sur les écueils qu'il faut éviter, susceptibles dans de nombreux cas de majorer artificiellement la valeur.

### Ecueil n°1 : estimer la valeur terminale uniquement en retenant un multiple d'EBITDA :

La méthode des « DCF » fait partie de la famille des méthodes dites intrinsèques, alors que la méthode des multiples fait partie de la famille des méthodes dites analogiques.

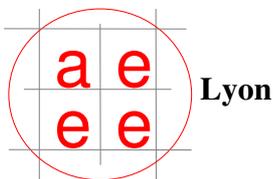
Ainsi, prendre en compte un multiple d'EBITDA pour le calcul de la valeur terminale, qui représente entre 60% et 80% de la valeur global comme indiqué ci-dessus, introduit un biais et fait perdre de sa substance à la méthode des « DCF » : cela entraîne de facto une convergence de fait vers la méthode des multiples.

Ainsi, la valeur terminale doit être calculée à titre principal à partir d'un flux normatif, et la méthode des multiples peut être utilisée efficacement à titre de cohérence, dans le contexte où l'évaluateur doit chercher à rationaliser les écarts lorsque les différentes méthodes mises en œuvre conduisent à des valeurs très différentes.

### Ecueil n° 2 : ne pas impliquer la direction de la société évaluée dans l'établissement des flux normatifs :

Il est nécessaire de rappeler que l'établissement des prévisions utilisées dans la méthode des « DCF » est de la responsabilité de la direction de la société évaluée, et non de l'évaluateur. Celui-ci doit réaliser une analyse critique des prévisions et vérifier leur cohérence (au regard des données historiques, des données sectorielles, des données publiées par les concurrents, ...).

Force est de constater que les données utilisées pour le calcul d'un flux normatif sont généralement établies par l'évaluateur, sans être établies / validées préalablement par la direction de la société, cette dernière limitant le plus souvent son implication à la détermination des prévisions sur l'horizon explicite de business plan, voire sur un horizon plus court.



Compte tenu du poids très significatif de la valeur terminale, il est important que les flux normatifs soient établis par la direction, selon un processus de détermination et de validation cohérents, et pas sur une logique de « simple extrapolation sur un coin de table ».

Il y a en effet des hypothèses très structurantes sous-tendant l'estimation d'un flux normatif.

La responsabilité de l'évaluateur, comme pour les prévisions liées à l'horizon explicite, consiste à vérifier la cohérence des hypothèses sous-jacentes retenues et validées par la direction.

### Ecueil n° 3 : déterminer une valeur terminale sans réaliser un diagnostic stratégique :

L'évaluateur dispose généralement de données lui permettant, avec un certain confort, d'apprécier la pertinence des données établies pour les prévisions, qui sont souvent : un budget détaillé (horizon 1 an), et des extrapolations plus ou moins détaillées (fréquemment plus détaillées sur 3 ans), et une simple extrapolation au-delà.

En revanche, il est essentiel de déterminer la capacité de la société à maintenir sur le très long terme une croissance organique de ces flux nets, ce qui sous-tend que la société est en capacité de maintenir / soutenir un avantage concurrentiel durable.

Le diagnostic approfondi, notamment stratégique, doit permettre de déterminer la durée de l'horizon explicite, la pertinence des hypothèses retenues pour déterminer un flux normatif, le taux de croissance à l'infini, et la nécessité ou pas de retenir un taux d'actualisation pour le calcul de la valeur terminale différent de celui de l'horizon explicite.

Nous rappelons que le diagnostic stratégique doit permettre entre autres de répondre aux questions suivantes : existe-t-il une stratégie, quelle est l'ambition (ou l'absence d'ambition) de l'équipe dirigeante, sa capacité à porter le projet de développement, la cohérence / pertinence du projet de développement dans le temps, et la capacité de la stratégie définie à maintenir / créer de la valeur ?

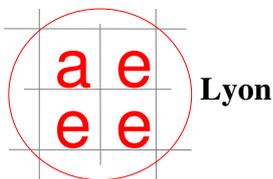
### Ecueil n°4 : déterminer un flux normatif en « rupture » par rapport aux flux de l'horizon explicite :

Certaines évaluations dans un contexte de forte croissance attendue sont effectuées par simplification avec un horizon explicite court, et avec une valeur terminale reposant sur un flux normatif très élevé au regard des flux de l'horizon normatif, et sur des hypothèses de croissance à l'infini très élevées, parfois très supérieures à 3%.

Ce raccourci génère un risque élevé de majoration artificielle de la valeur.

Nous rappelons que l'horizon explicite doit traduire le temps et le profil de développement nécessaire à l'entreprise pour atteindre sa vitesse de croisière. Ces 2 éléments ont un impact significatif sur la valeur.

Ainsi, dans le cas évoqué ci-dessus, il est préférable de rallonger la durée de l'horizon explicite, et de retenir des hypothèses de valeur terminale plus raisonnable (flux normatifs, TCI, ...).



### Ecueil n° 5 : considérer que le flux normatif est nécessairement le flux le plus élevé ou l'un des plus élevés de l'horizon explicite :

Il est fréquent de constater que les cessions d'entreprises sont effectuées dans une période « haut de cycle ». Il est également fréquent de constater que les prévisions sont effectuées avec des augmentations « homéopathiques » des différents agrégats (%EBITDA, % BFR, ...), qui, lorsqu'elles se combinent sur des périodes de 5 ans, se traduisent par une augmentation significative de la valeur globale.

Il existe également un postulat du cédant, que l'acquéreur doit faire mieux que lui, implicite à son appréciation de la valeur.

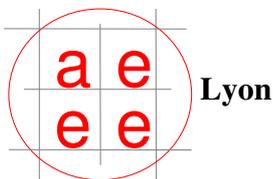
En pratique, les entreprises ne génèrent pas de croissance linéaire à l'infini, et sont confrontées à des ruptures régulières, qui génèrent une succession de hausses et de baisses, sans parler nécessairement de cycles. Les ruptures peuvent être liées à l'environnement (dépôt de bilan d'un client, évolution du prix des MP, guerre des prix d'un concurrent, nouveau produit lancé par un concurrent, contrainte règlementaire), ou à des situations propres à l'entreprises (départ d'un homme clé, échec d'une diversification, erreurs stratégiques, dépendance trop forte avec des produits ou des clients, ...). Il est rare qu'une entreprise ne soit pas confrontée à une telle rupture périodiquement (par exemple, une fois dans un intervalle de 5 ans).

Le diagnostic doit permettre de répondre à ces différentes questions, et on constatera généralement que le flux normatif qui résultera d'un diagnostic approfondi sera généralement plus prudent que celui le plus élevé de l'horizon explicite. Dans le cas contraire, le calcul du flux normatif doit reposer sur une analyse approfondie, en gardant bien à l'esprit le fait que l'enjeu est d'estimer la capacité de la société à maintenir un flux net positif, ..., et donc un avantage concurrentiel, sur le très long terme.

Il est rare de voir des évaluations avec des taux d'actualisation de la valeur terminale différents de celui utilisé pour actualiser les flux de l'horizon explicite, alors que l'on pourrait admettre que le risque de non réalisation du flux normatif à très long terme est plus élevé que sur la prévision explicite à 5 ans.

Cette position n'est acceptable que si le risque et les incertitudes sont traduites dans le flux normatif, c'est dire que si le flux normatif est déterminé avec prudence, et dans une logique de croissance organique (selon le postulat que l'on ne peut faire de la croissance externe à l'infini). Ainsi, il sera fréquent de retraiter les flux de l'horizon explicite pour déterminer un flux normatif pertinent (non prise en compte de la croissance externe, retraitement des flux nets générés par un produit en fin de vie, surtout si c'est un produit « vache à lait », ...).

Ce dernier point est important dans les opérations de types « build-up », avec une concentration importante du secteur par croissance externe : il est fréquent de constater que certains groupes sont « condamnés » à réaliser de la croissance externe, pour masquer une croissance organique stagnante, voir en diminution, et dans un contexte où les valorisations ont tendance à fortement augmenter (prime de taille, effet rareté, ...).



S'il existe une incertitude forte sur le flux normatif (et donc la capacité de la société à maintenir durablement un niveau de flux, reposant sur des hypothèses très structurantes, il serait prudent de déterminer la valeur terminale en retenant plusieurs scénarii, les tests de sensibilité ne donnant qu'une expression partielle des enjeux, surtout s'ils sont effectués sur des paramètres actuariels (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini, ...) et non sur des drivers opérationnels.

Enfin, si les évaluateurs sont tous en phase pour considérer que la valeur d'une entreprise repose sur son espérance de flux futurs et non sur le passé, le diagnostic est là encore un outil indispensable, car si le passé ne présage pas de l'avenir, il l'éclaire dans bien des cas.

### **Ecueil n° 6 : apprécier en valeur relative le poids de la valeur terminale, sans tenir compte du contexte et des autres paramètres :**

L'appréciation du poids de la valeur terminale au regard de la valorisation globale est un indicateur important mais qui doit être remis dans son contexte : le poids de la valeur terminale dépend notamment de la durée de l'horizon explicite : il est très facile de diminuer le poids relatif apparent de la valeur terminale, en augmentant la durée de l'horizon explicite.

La durée de l'horizon explicite est déterminée à l'issue du diagnostic.

Comme évoqué supra, il est préférable dans certains cas (retournement, implantation stratégique dans un pays émergent, ...) de retenir une durée d'horizon explicite plus longue.

Inversement, dans certains cas (marché mature, évolution linéaire des agrégats, ...) la durée de l'horizon explicite ne constitue pas un enjeu : la valeur globale n'est pas modifiée de manière significative que l'on retienne 3, 4 ou 5 ans pour l'horizon explicite (avec un poids relatif apparent de la valeur terminale différent selon les cas), puisque l'objectif est d'approcher un flux normatif.

### **Ecueil n°7 : hypothèse d'investissements pour le calcul de la valeur terminale différente de l'amortissement normatif :**

La prise en compte pour le flux normatif d'un investissement et d'un amortissement normatif calculés sur la base des données de l'horizon explicite se traduira généralement par la prise en compte d'un amortissement normatif différent des investissements (et dans certains cas d'un amortissement normatif supérieur à un investissement normatif), ... à tort.

En effet, si l'on considère que l'investissement normatif génère la répétition à l'infini de ce flux : il n'est pas possible à l'infini d'amortir plus que l'investissement effectué. C'est la raison pour laquelle ces 2 données doivent être égales. Si les données sont disponibles, il serait utile de prendre pour référence le taux moyen d'effort d'investissement requis pour rester compétitif dans le secteur, exprimé en % du chiffre d'affaires.

Il convient de rappeler que l'investissement normatif ne doit tenir compte que de l'investissement nécessaire pour maintenir un niveau défini de croissance organique (non prise en compte des investissements de croissance externe, ...), compte tenu du fait qu'une hypothèse de croissance externe à l'infini n'est généralement pas soutenable.

**Ecueil n° 8 : considérer que le taux de croissance à l’infini (tci) exprime la croissance de l’activité :**

Il existe une erreur fréquemment rencontrée consistant à considérer, explicitement, ou implicitement au regard du taux retenu, que le tci exprime un taux de croissance à l’infini du chiffre d’affaires.

Il est important de rappeler que le tci exprime un taux de croissance à l’infini du flux net, intégrant les flux liés à l’EBITDA (induits par le niveau d’activité), mais également ceux générés par les investissements et le besoin en fonds de roulement.

Ainsi, il s’agira pour l’évaluateur de s’interroger avant tout sur le tci de chacune des composantes des flux nets (activités, charges, investissements) avant de figer son tci intégré dans le modèle de capitalisation du flux de trésorerie net selon la formule Gordon Shapiro.

**Ecueil n°9 : considérer que le tci exprime la croissance des flux intégrant les différents modes de croissance historiques (interne, externe), sans se poser la question sur leur pérennité à l’infini :**

Le tci doit traduire la croissance des flux nets liés à un niveau de croissance organique considéré comme acceptable. L’hypothèse de croissance externe à l’infini est une hypothèse généralement non réaliste, pour de nombreuses raisons (difficulté d’intégrer un rachat à l’infini de société - raréfaction des cibles potentielles, risque associé au financement et à l’intégration des acquisitions, concurrence accrue dans les contextes « build-up », avec augmentation des prix).

Ainsi, dans la plupart des cas, il sera nécessaire de retraiter la croissance externe pour le calcul du tci, quelle que soit sa forme (rachat de titres, de fonds de commerce, ...). Dans les rares cas où l’analyse stratégique confirmera la possibilité d’intégrer un niveau de croissance externe « raisonnable », il conviendra de vérifier que les flux d’investissements tiennent bien compte de cette croissance externe, et d’apprécier la pertinence de retenir un taux d’actualisation plus élevé pour le calcul de la valeur terminale.

Le risque de majoration artificielle de la valeur est élevé dans le cas contraire, surtout si le flux normatif intègre également des impacts de la croissance externe (cf supra).

Cette analyse est d’autant plus importante qu’elle porte sur les tests de valeurs d’actifs dits « en l’état ».

### Ecueil n° 10 : ne calculer le tci que par rapport à une approche benchmarking :

Contrairement au calcul du WACC, qui repose sur l'application d'une formule de calcul structurée et construite (méthode du MEDAF), rares sont les modèles utilisés pour déterminer le tci, quand bien même celui-ci peut avoir un impact significatif sur la valeur.

Ainsi, et sans faire de généralités, il est souvent considéré qu'un tci de 1-1,5% correspond à une hypothèse moyenne, et 3% s'applique dans les secteurs en forte croissance durable. Un TCI de 0% est souvent présumé comme ne rentrant pas dans le champ des possibles.

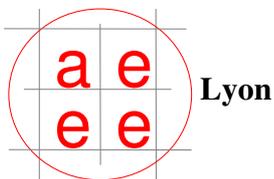
On peut constater généralement que peu de corrections sont appliquées pour le calcul du WACC aux données sectorielles ou à un échantillon de sociétés cotées, quand bien même des primes spécifiques (taille, ...) sont appliquées, et quand bien même les situations peuvent être très différentes (capacités de financement, diversification, ...).

Il est donc nécessaire de déterminer avec plus de rigueur le tci utilisé en utilisant différentes sources d'information (données du pays - croissance du PIB, de l'inflation, données sectorielles : croissance en valeur du secteur d'activité sur le long terme, croissance des flux nets générés par la société sur une période longue - généralement au moins 10 ans, durabilité des principaux acteurs du secteur, ...). Force est de constater qu'une plus grande rigueur conduit souvent à des TCI plus faibles.

Il ne faut pas exclure du champ des possibles un tci de 0%, voire un TCI négatif, notamment quand le diagnostic stratégique met en évidence une difficulté de maintenir un avantage concurrentiel durable en croissance organique, et donc de soutenir un niveau de flux nets positifs sur le long terme.

Certaines méthodes permettent de traduire une décroissance à l'infini des flux nets. Ainsi, le modèle Cash-Flow Fade (ou rente décroissante à l'infini) est une variante de la méthode des DCF, qui retient comme postulat que la rentabilité économique des capitaux employés (ROCE) converge (en pratique, décroît) progressivement au-delà de l'horizon explicite vers le coût moyen pondéré du capital (WACC).

Par ailleurs, le tciI doit également être regardé en tenant compte du WACC retenu par l'évaluateur : sans faire de généralités, on s'aperçoit qu'il existe 2 pratiques dans les évaluations au regard des paramètres utilisés : ceux qui retiennent des WACC et des tci plus élevés, et ceux qui retiennent des WACC et des tci plus faibles, la combinaison des paramètres conduisant certes in fine à des valeurs proches, mais les analyses de sensibilités ne diront pas la même chose selon les intervalles de sensibilité



### Ecueil à titre subsidiaire et contextuel mais non moins significatif :

Il paraît utile à titre subsidiaire et circonstanciel de rappeler l'importance de s'interroger sur le taux d'impôt société normatif à long terme.

Les évaluations de sociétés françaises n'échappent pas actuellement à cette question en période de baisse progressive attendue du taux d'impôt sur les sociétés en France, la conséquence d'une telle anticipation sur le flux normatif et la valeur terminale étant particulièrement significatif.

Nombreux évaluateurs s'interrogent sur le taux d'impôt normatif à retenir à long terme quand certains groupes retiennent partiellement la baisse anticipée du taux d'impôt société en France pour la détermination des impôts différés dans les comptes consolidés.

Si rien ne permet de dire à ce jour que les objectifs de réduction du taux d'impôt en France est hypothétique, nous pouvons affirmer que les résultats des évaluations sont très sensibles à une baisse de taux d'IS sur le flux normatif.