

ANALYSE



ÉVALUATION EN TEMPS DE CRISE : POINTS D'ATTENTION ET ÉLÉMENTS DE DÉMARCHE, MULTIPLES AJUSTÉS



Ce document circonscrit son analyse à l'évaluation de sociétés (c'est-à-dire l'évaluation des titres de ces sociétés ou valeur de fonds propres) ainsi qu'à l'évaluation d'activités autonomes complètes (valeurs d'entreprise).

Il n'a pas vocation à couvrir tous les aspects d'une évaluation (présence d'actifs hors exploitation, d'intérêts minoritaires etc.), pour lesquels le lecteur est renvoyé à des ouvrages plus extensifs sur le sujet.

Par ailleurs, il ne vise pas à expliciter les voies et moyens permettant de procéder à des re-prévisions ou à des scénarii de re-prévisions, ni ne cherche à recenser les différents facteurs stratégiques, opérationnels et financiers sur lesquels une analyse différentielle avec les sociétés comparables pourrait être menée afin de documenter des différenciations de perspectives.

Le document ne traite pas non plus du risque de défaillance de manière spécifique, ni des bascules référentielles vers les logiques liquidatives.

Les éléments de réflexion portés dans ce document n'ont ni force prescriptive ni force de recommandation : ils ne constituent pas, en effet, une méthode pertinente en toutes circonstances. Ils ont pour vocation d'explorer avec le lecteur un type de démarche ou d'approche face aux informations disponibles en temps de crise, et d'illustrer cette démarche au travers d'une modélisation minimaliste. Il appartient au lecteur qui souhaite transposer une telle démarche de procéder aux adaptations et transformations nécessaires à son cas particulier.

Les informations, données et calculs présentés ont été élaborés avec le plus grand soin. Pour autant, leur précision, exhaustivité, exactitude, applicabilité, transposabilité, ne sont pas garanties. La responsabilité de Mazars ne saurait en conséquence être engagée pour toute utilisation directe ou indirecte des éléments portés dans le présent document, ni pour toute erreur ou omission qu'il contiendrait.

SOMMAIRE



INTRODUCTION

EN SYNTHÈSE

1.

PREMIÈRES RÉFLEXIONS EN SITUATION DE CRISE

- ENVIRONNEMENT RÉFÉRENTIEL DE L'ÉVALUATION
- CONSIDÉRATIONS FONDAMENTALES FACE À L'EXERCICE D'ÉVALUATION
 - APPROCHE MULTI-CRITÈRES
 - APPROCHES PAR LE MARCHÉ
 - APPROCHES PAR LES REVENUS
 - COMBINAISON D'APPROCHES PAR LES REVENUS ET PAR LES MARCHÉS

2.

ÉVOLUTION DES MULTIPLES EN TEMPS DE CRISE

- DES MULTIPLES AUX ÉVOLUTIONS TRÈS IMPORTANTES DANS LE TEMPS
- BAISSÉ INITIALE DES MULTIPLES ET RISQUE DE SOUS-ÉVALUATION
- RECALAGE DES MULTIPLES APRÈS COMMUNICATION DE PRÉVISIONS INTÉGRANT LA CRISE
- PRÉVISIONS EN FIN D'HORIZON

3.

MODÉLISATION ES PARAMÈTRES DE CRISE

- PARAMÈTRES CARACTÉRISANT LES EFFETS DE LA CRISE
- MODÉLISATION DE DÉPART : LA SITUATION PRÉ-CRISE
- MODÉLISATION DE LA SITUATION DE CRISE

4.

MODÉLISATION ET LIEN AUX APPROCHES PAR LES REVENUS

- RISQUES LIÉS À UNE TRONCATURE PRÉMATURÉE DES PRÉVISIONS
- MULTIPLES AJUSTÉS EN FONCTION DES PARAMÈTRES DE CRISE
- TABLE DES AJUSTEMENTS DE MULTIPLES EN FONCTION DE LA DURÉE DE LA CRISE
- TABLE DES AJUSTEMENTS DE MULTIPLES EN FONCTION DES FLUX DE CRISE
- TABLE DES AJUSTEMENTS MAXIMAUX DE MULTIPLES PAR RATTRAPAGE TEMPOREL
- TABLE DES AJUSTEMENTS DE MULTIPLES DU FAIT D'UNE DÉCOTE PERPÉTUELLE
- ILLUSTRATION DE L'UTILISATION DU MODÈLE SUR UN EXEMPLE THÉORIQUE

5.

MODÉLISATION ET SITUATION DE MARCHÉ

INTRODUCTION

La pandémie du Covid-19 nous rappelle, s'il en était besoin, toute la difficulté à appréhender les incidences d'une crise sur les exercices de valorisation d'actifs.

En effet, la valeur d'un actif est intimement liée à sa capacité à engendrer des gains futurs probables : or en temps de crise, le futur apparaît précisément beaucoup plus incertain qu'à l'accoutumée, et le champ des possibles beaucoup plus large !

En temps de crise, les approches de valeur usuelles présentent toutes des zones d'inconfort. Ainsi, les approches fondées sur le marché pâtissent :

- de données de marché très **volatiles**¹ ;
- d'informations sur les sociétés cotées et leurs perspectives plus **parcellaires** qu'usuellement².

De leur côté, les approches fondées sur les revenus font face à deux problématiques fortes :

- la capacité à procéder à des **re-prévisions** dans un contexte de perte de visibilité ;
- l'appréhension du niveau de risque associé à ces prévisions, et en conséquence le calibrage de l'éventuelle **prime de risque** devant les affecter.

Face à ces difficultés, les exercices de valorisation ne

peuvent pourtant pas tous être différés, dans l'attente de gagner en visibilité ; de plus certains d'entre eux sont susceptibles de créer des effets d'hystérésis : ainsi en est-il par exemple des tests de dépréciation sur les écarts d'acquisition (impairment tests sur les goodwills), pour lesquels une perte de valeur est comptabilisée de manière **irréversible**.

Après avoir rappelé les grands principes à observer, fonction du contexte de l'exercice d'évaluation, ainsi que les premiers réflexes de vérification à adopter, le présent document s'attachera à analyser plus en détail les méthodes fondées sur le marché que sont les **approches par multiples boursiers**, ce faisant, établira une connexion entre ces méthodes et les approches par les revenus (**DCF**³), et mettra à ces occasions en évidence un certain nombre de **risques et pièges de mise en œuvre** de ces deux types de méthodes, dans le contexte de crise.

Au fil de ces approfondissements se dégagera une démarche générale visant à interpréter les évolutions de marché sous forme d'une **modélisation paramétrable**⁴ des effets de la crise, permettant d'appréhender de manière plus concrète les pertes de valeurs des marchés financiers et ainsi de faciliter la transposition des observations de marché sur la société à évaluer.

1. Le CAC 40 a par exemple perdu près de 40 % de sa valeur entre le début de l'année 2020 et la mi-mars, pour reprendre plus de 15 % le mois suivant, dans un contexte de volatilité toujours élevée.

2. Les sociétés cotées ont massivement retiré leurs prévisions pré-crise, sans les remplacer immédiatement par de nouvelles. Dans l'intervalle, les marchés ont continué à fonctionner, les notes d'analystes financiers émises dans la période intégrant des estimations de profils prévisionnels issues par lesdits analystes.

3. DCF ou Discounted Cash-Flows: méthode très usitée consistant à actualiser les flux prévisionnels de trésorerie. Le document supposera cette méthode connue du lecteur.

4. La modélisation et les paramètres introduits dans le cadre du présent document ne sont qu'illustratifs, ils pourraient représenter de manière erronée ou trop imprécise les effets de la crise pour une société donnée.



EN SYNTHÈSE

Le contexte exceptionnel de la crise doit conduire à interroger les méthodes usuellement mises en œuvre lors des exercices de valorisation : **la simple reconduite** des approches pré-crise peut en effet **s'avérer très dangereuse**, en prenant dans certains cas doublement compte des effets de la crise, ou a contrario dans certains cas en sous-estimant la perte de valeur.

Le présent document rappelle tout d'abord les **principes** à observer face à un évènement de crise, les premiers éléments de réflexion **critique** à mettre en œuvre vis-à-vis des méthodes usuellement mises en œuvre, puis attire l'attention sur un certain nombre de **pièges** susceptibles de mener à une mésestimation.

Au-delà de ces mesures recensant les précautions élémentaires et plus subtiles à observer, le document présente également **une démarche constructive** visant à exploiter autant que faire se peut les informations à disposition pour (i) re-calibrer les multiples

boursiers, ou encore (ii) adapter le taux d'actualisation (au travers de sa prime de risque) au profil des prévisions de crise retenues.

Schématiquement, le fondement de la démarche repose sur le constat qu'une décote des marchés de -20 % par exemple sur un secteur d'activité étudié ne révèle que peu d'informations sur le caractère totalement ou partiellement transposable d'une telle évolution sur la société particulière à évaluer, que les méthodes envisagées relèvent des multiples ou des DCF.

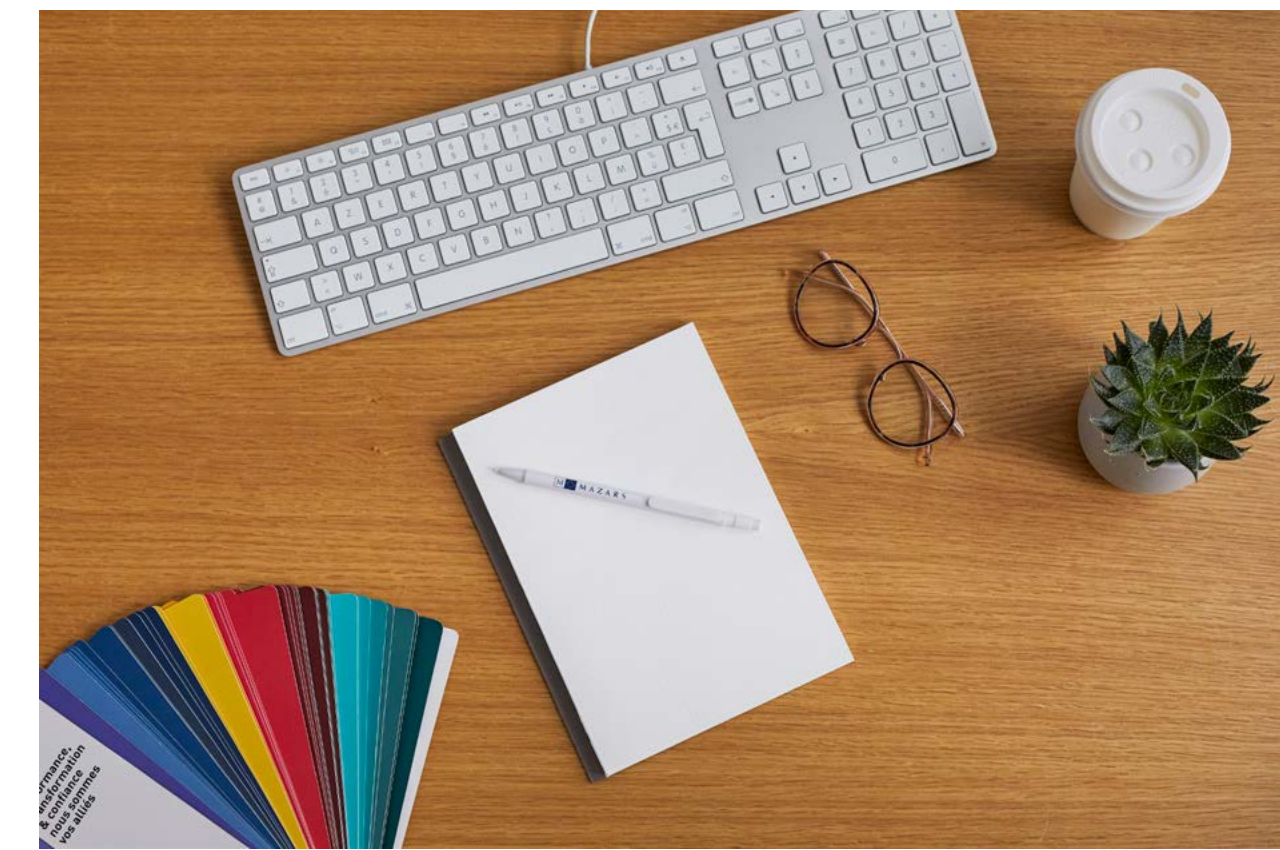
Il serait d'évidence plus aisé pour la société à évaluer de se positionner par rapport à une tendance de marché davantage explicite : cela serait le cas si l'évolution globale de -20 % pouvait être décomposée en plusieurs facteurs explicatifs.

Le présent document décline ainsi un exemple de démarche permettant d'établir une **rationalisation des évolutions de marché** de la manière suivante :

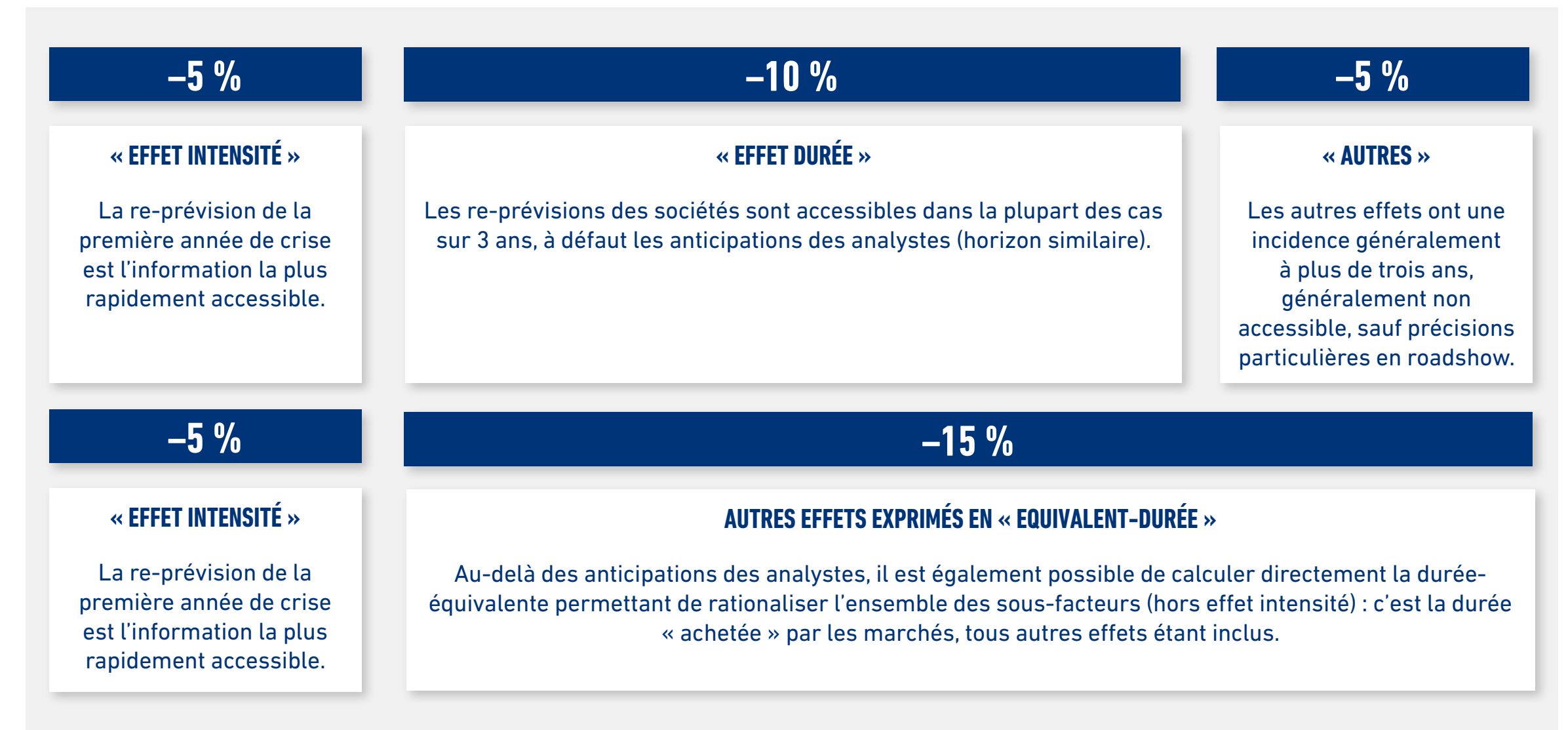
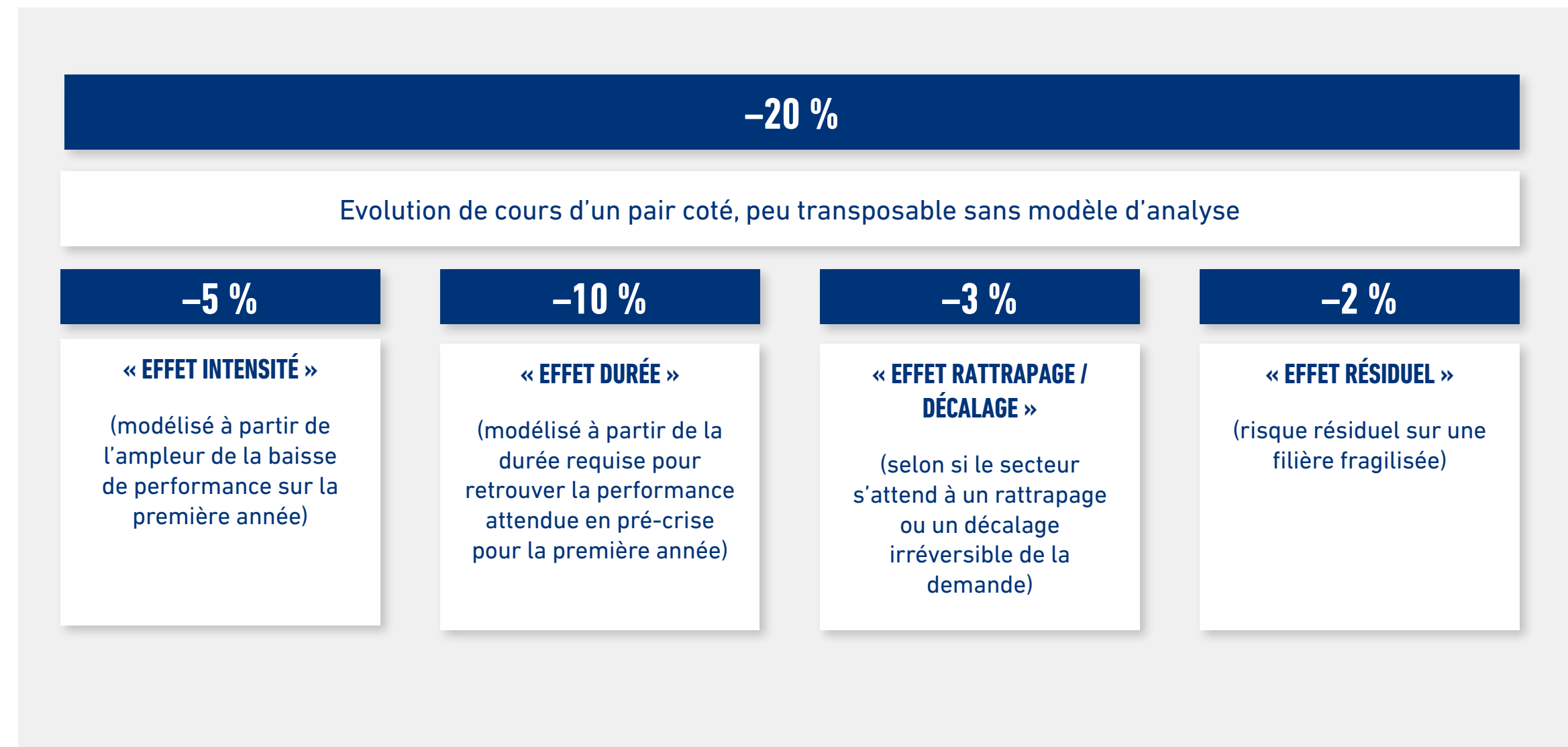
Une telle décomposition, accessible pour chaque société du groupe de comparables étudié, permet de tirer des enseignements importants pour la société à évaluer, d'autant que le modèle développé permet aussi de **quantifier le niveau de sensibilité à chaque effet** : les spécificités de la société à évaluer peuvent donc être prises en compte et quantifiées.

Par exemple, « l'effet intensité » peut différer quelquefois substantiellement entre sociétés du même secteur ; la société à évaluer pourrait donc prendre en compte ses propres spécificités tout en s'inscrivant néanmoins dans une « démarche analogique » (analogie avec des sociétés cotées).

De même, la durée de la crise telle « qu'achetée par les marchés » sur le secteur considéré, pourrait aider à mieux encadrer le champ des possibles sur les propres prévisions de la société, tout en permettant aussi d'instiller des spécificités si celles-ci se justifient.



En pratique, les informations relatives aux sociétés cotées ne permettront pas toujours de pratiquer la décomposition précise présentée ci-dessus, amenant plutôt à envisager les rationnels simplifiés suivants :



Ces schémas, bien que simplifiés, restent souvent opérants au sens où ils aident bien les sociétés à positionner leurs propres ajustements de multiples ou encadrement de prévisions.

L'exemple de modèle décliné dans le présent document exprime sous forme de multiples de Free Cash Flows les ajustements de multiples : les Figures 13 à 15 les présentent complètement. Ces ajustements se comprennent aisément, par exemple au travers de l'extrait suivant :

Discount Rate	BP CAGR	Pre-crisis EV (in x FCF)	Recovery period				
			1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
9%	1%	13.1x	-1.1x	-2.1x	-3.0x	-3.8x	-4.6x
	3%	14.2x	-1.2x	-2.2x	-3.2x	-4.1x	-5.0x
	5%	15.5x	-1.3x	-2.4x	-3.5x	-4.5x	-5.4x
	7%	16.8x	-1.4x	-2.7x	-3.8x	-4.9x	-5.9x
	9%	18.3x	-1.5x	-2.9x	-4.2x	-5.3x	-6.4x
	11%	19.9x	-1.6x	-3.1x	-4.5x	-5.8x	-7.0x

Discount Rate	Initial Step-down	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
9%	-90%	0.1x	0.4x	0.7x	0.9x	1.2x
	-80%	0.2x	0.6x	1.0x	1.3x	1.6x
	-60%	0.4x	0.9x	1.5x	1.9x	2.3x
	-40%	0.6x	1.3x	1.9x	2.4x	3.0x
	-20%	0.8x	1.6x	2.3x	2.9x	3.5x
	0%	1.0x	1.8x	2.6x	3.4x	4.1x

Dans ce cas, le multiple pré-crise de **16.8x** (WACC de 9% pour une société dont les prévisions sur 5 ans prévoient un CAGR de +7%/an) baisserait de $-2.7 + 0.9$ soit **-1.8x** (soit une baisse de -11 %) compte tenu des deux paramètres retenus, à savoir une baisse de performance de -60 % la première année, et une durée de crise de 2 ans. La sensibilité à ces paramètres est en lecture directe : avec une crise de 3 ans, l'incidence serait de $-3.8 + 1.5$ de **-2.3x**, et combinée avec une intensité de la crise différente de -80 %, l'incidence serait cette fois de $-3.8 + 1.0$ soit **-2.8x**.

Le lecteur se référera en conséquence à la dernière partie du document et plus particulièrement aux figures 13 à 15 pour appréhender les « multiples ajustés » découlant de cette démarche de modélisation. Bien sûr, des paramètres alternatifs à ceux déclinés dans le présent document peuvent être considérés

plus pertinents sur un secteur donné, la démarche reste toutefois la même : rationaliser les évolutions de marché sous la forme de facteurs d'évolution plus concrets et plus aisés à appréhender.

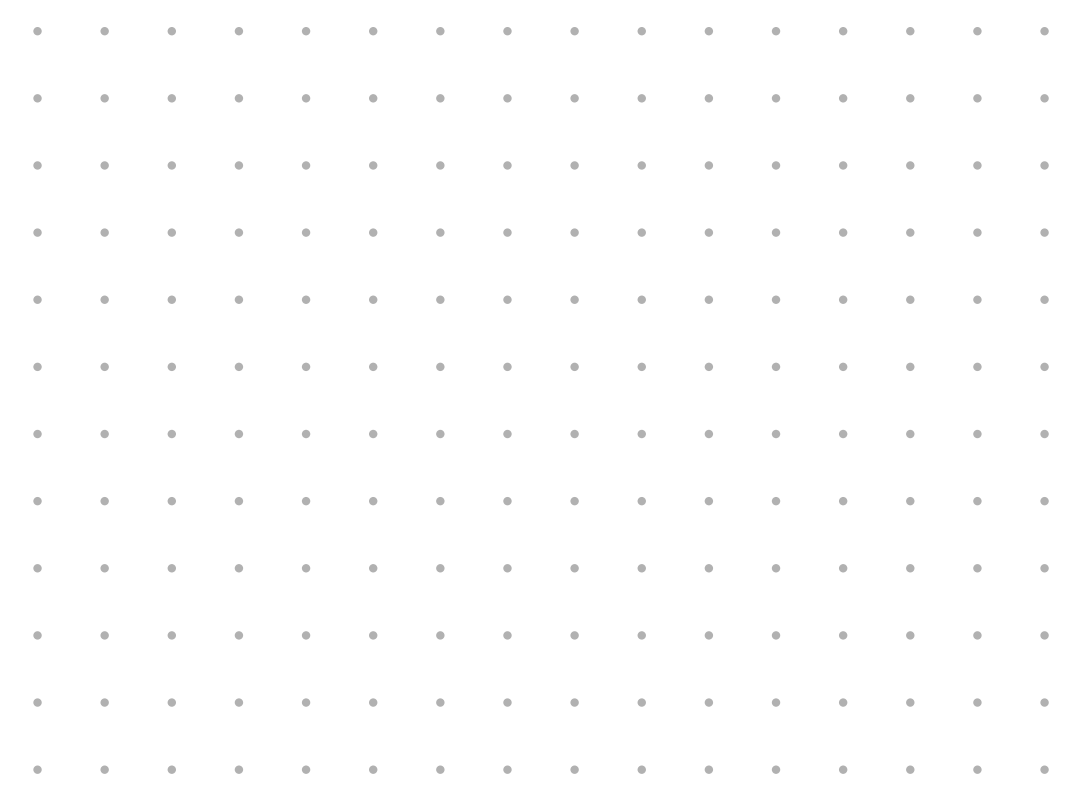
S'agissant d'un modèle, ce ne sont pas tant les incidences dans l'absolu qui sont intéressantes que les sensibilités et incidences par comparaison avec les pairs. Ainsi, une telle étude doit plutôt être menée pour chaque secteur et plus finement encore pour chaque groupe de comparables.

Néanmoins pour les besoins d'illustration, une étude très succincte a été menée sur l'ensemble du CAC 40 (vue au 22/04/2020, et vue un an plus tôt). Cette étude est donc très approximative puisque combinant des secteurs différents entre eux. Dans le cadre de cette approche, les consensus d'analystes infèrent globalement un retour à la performance initialement attendue

en 2020 différé de **2 ans**. En s'appuyant sur la modélisation succincte présentée dans le document, le marché assortirait ces approches d'une décote de l'ordre de 3 à 9 % des valeurs d'entreprise, représentant 30 à 100 pb de **prime de risque**. Ceci correspondrait à une **marge de prudence de l'ordre d'1 an**, puisqu'un différé de 3 ans au lieu de 2 ans verrait les niveaux de risque-rémunération se rapprocher des niveaux pré-crise.

Cette étude, très globale et succincte, combinant tous les secteurs, qui plus est à obsolescence rapide puisque la crise poursuit ses effets et pourrait changer les appréciations à date, montre néanmoins tout **l'intérêt des démarches combinant approches par multiples et par revenus**.

Cette démarche étant exposée, et comme indiqué précédemment, le présent document n'omet pas qu'en premier lieu, un certain nombre de **précautions** doivent être prises, tant sur le plan des principes, que de la critique des méthodes en place, et enfin de la mise en œuvre des méthodes usuelles d'évaluation par multiples ou par DCF.



Ces éléments sont exposés de manière synthétique ci-après.

Les premiers éléments de réflexion à mettre en œuvre couvrent notamment les aspects présentés ci-après. Ceux-ci sont constitués d'éléments de principe (transparence, documentation), mais aussi référentiels (l'évaluation s'inscrit dans un cadre du type IFRS, USGAAP, ou encore de normes comptables nationales, ou encore en application d'un règlement FCPE, de guidelines de type IPEV, etc. qu'il convient bien entendu de respecter), enfin d'éléments d'analyse critique de la pertinence des méthodes en place :

ENVIRONNEMENT RÉFÉRENTIEL DE L'ÉVALUATION	Le référentiel (comptable, conventionnel ou interne) dans lequel s'inscrit l'exercice de valorisation ouvre-t-il la possibilité d'amendements dans la méthode d'évaluation, que ce soit au niveau (i) de l'approche elle-même, ou (ii) des modalités de détermination des paramètres de la méthode en place
UN PROCESSUS ARGUMENTÉ ET TRANSPARENT	Le processus observé prévoit-il un argumentaire documentant : <ul style="list-style-type: none"> le caractère effectivement inadapté de la méthode en place, dans le contexte de crise en cours ; la pertinence de chaque amendement et choix opérés, décrits. L'information à destination des parties prenantes intéressées par l'exercice d'évaluation intègre-t-elle : <ul style="list-style-type: none"> une description des amendements introduits et leurs limites, compte tenu de la visibilité réduite ; des métriques de sensibilité aux intervalles de valeurs élargis du fait de la visibilité réduite.
APPROCHE MULTI-CRITÈRES	En temps de crise, se reposer sur une seule méthode expose davantage la pertinence de l'exercice qu'à l'accoutumée. Une approche multi-critères est recommandée.
APPROCHES PAR LE MARCHÉ	Le processus prévoit-il au préalable : <ul style="list-style-type: none"> la vérification des volumes d'échanges sur le titre observé (généralement satisfaisant au cas de la crise du Covid-19) ; l'instruction du caractère représentatif des éventuelles transactions récentes (plus rares en temps de crise, et à représentativité moindre) ; l'analyse des évolutions du cours de Bourse pour retenir le cas échéant (et lorsque le référentiel le permet) un cours plus représentatif qu'un cours spot volatile la révision du groupe de comparables et l'identification d'éventuels sous-groupes à comportement différencié durant la crise
APPROCHES PAR LES REVENUS	Le processus prévoit-il une manière de gérer, autant que faire se peut, la réduction de visibilité peu propice à l'émission de prévisions, par exemple par : <ul style="list-style-type: none"> émission d'un jeu de scénarii de prévisions ; documentation de paramètres au travers du croisement avec d'autres approches fondées sur des données exogènes (ex. approches de marché et primes de risque, etc.).

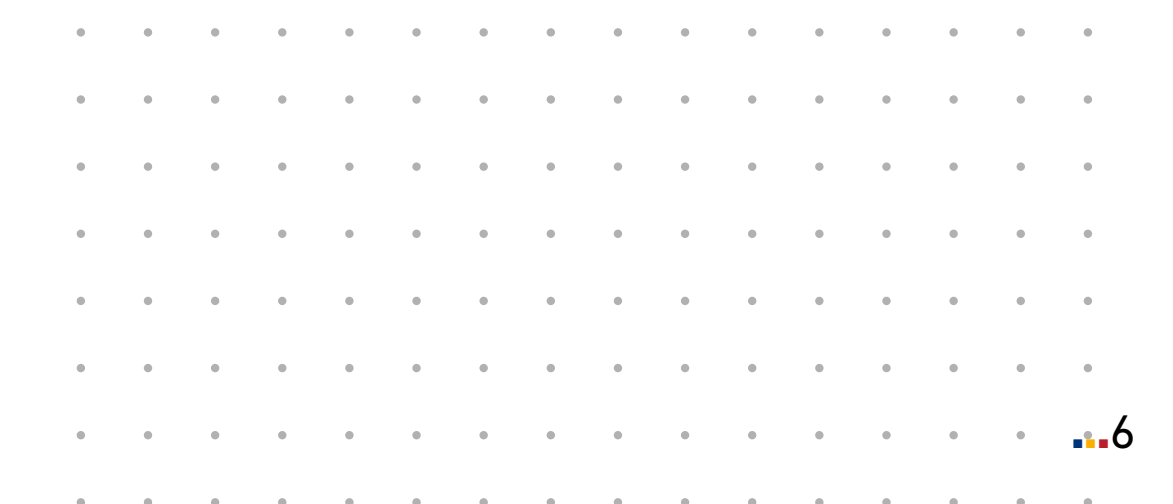
Au-delà de ces éléments de réflexion relevant de la méthodologie et du processus d'évaluation, la mise en œuvre pratique des approches d'évaluation présente par ailleurs des chausse-trappes à éviter :

PRISE EN COMPTE REDONDANTE DE TOUT OU PARTIE DES EFFETS DE LA CRISE	Les métriques de marché sont affectées par la crise. Les multiples boursiers, dans un premier temps baissiers, se rapportent dans les faits aux attentes pré-crise et ne doivent donc pas être appliqués à des prévisions ou projections de fin d'année qui tiendraient compte de la crise, sous peine d'en double-compter les effets.
EXPOSITION À DES DONNÉES VOLATILES	Les marchés confèrent un « prix à la crise » et à son environnement d'incertitude, qu'il convient d'analyser avec intérêt mais non sans précaution : la volatilité de ces « prix », notamment, nuit à une ré-utilisation simpliste.
EXPOSITION À DES DONNÉES TROP SENSIBLES AUX CONDITIONS PARTICULIÈRES DE CHAQUE COMPARABLE	Les re-prévisions et/ou des consensus d'analystes formés après le début de la crise conduisent à des multiples en hausse sensible. Leur niveau est très dépendant des années en cœur de crise, non représentatives des anticipations ultérieures, engendrant ainsi une forte disparité entre multiples de sociétés pourtant comparables. Ces multiples ne sont donc que très difficilement transposables.
TRONCATURE INAPPROPRIÉE DU PLAN D'AFFAIRES	L'horizon usuel des plans d'affaires élaborés par la société n'est généralement plus approprié en temps de crise qui diffère la dynamique de croissance : un horizon plus long doit généralement être introduit, pour ne pas tronquer une partie de la valeur présente dans le plan pré-crise.
PROLONGEMENT INAPPROPRIÉ DE LA DYNAMIQUE DE REPRISE	La sortie de crise peut se traduire par des taux de croissance élevés mais bien entendu temporaires ; les techniques de lissage des taux de croissance vers le taux de long terme sont susceptibles dans ce cadre de surestimer la croissance post-relance et en conséquence les valeurs calculées.
FOISONNEMENT D'APPROCHES NON ANALYSÉES	L'approche multi-critères impose de comprendre chaque méthode, ses atouts et ses limites, pour que chacune d'entre elles ait un réel apport à l'appréciation d'ensemble. La multiplication d'approches non analysées (alors que chacune est nécessairement affligée de faiblesses) ne garantit pas l'obtention de résultats plus cohérents.

Les approches par multiples boursiers comme les approches de type DCF sont en conséquence plus difficiles à mettre en œuvre qu'à l'accoutumée. Pour autant, elles présentent toutes deux des atouts somme toute complémentaires. Ainsi :

- les approches par le marché s'appuient sur des données exogènes rendant implicitement compte de l'équilibre du couple risque-rémunération ;
- les approches par les revenus permettent de rationaliser les incidences de nombreux paramètres et facteurs d'évolution de la valeur.

Ces approches peuvent donc utilement se documenter l'une l'autre. C'est le sens de la démarche exposée en début de synthèse : une modélisation pratique (donc simple) permettant le calibrage des paramètres grâce à la situation pré-crise, et la mise en œuvre des ajustements de crise.



1. PREMIÈRES RÉFLEXIONS EN SITUATION DE CRISE

ENVIRONNEMENT RÉFÉRENTIEL DE L'ÉVALUATION

Le contexte exceptionnel de la crise doit conduire à interroger les méthodes usuellement mises en œuvre lors des exercices de valorisation : **la simple reconduction** des approches pré-crise peut en effet s'avérer très dangereuse, en prenant dans certains cas doublement compte des effets de la crise, ou a contrario dans certains cas en sous-estimant la perte de valeur.

Encore faut-il tout d'abord s'assurer que l'environnement référentiel dans lequel s'inscrit l'évaluation permet d'envisager des adaptations de l'approche d'évaluation.

Sur ce sujet et quand bien même la plupart des référentiels de valeur ou méthodologies internes de valorisation⁵ préconisent **la permanence des approches** d'une période à l'autre, peu sont ceux qui ne prévoient pas qu'en **certaines circonstances** l'approche puisse être amendée, les conditions et modalités d'une telle évolution étant alors précisées.

ENVIRONNEMENT RÉFÉRENTIEL DE L'ÉVALUATION ET PERMANENCE DES MÉTHODES

Il convient en premier lieu de vérifier que le référentiel (réglementaire, conventionnel ou interne) dans lequel s'inscrit l'exercice de valorisation ouvre la possibilité d'amendements dans l'approche d'évaluation, et le cas échéant d'en relever les conditions et modalités.

Dans le cadre d'un référentiel ou d'une méthodologie interne peu contraignante, il n'en apparaît pour autant pas moins utile d'observer un certain nombre de précautions, dont notamment :

- une explicitation des raisons pour lesquelles la méthode en place verrait sa **pertinence compromise** par les circonstances,
- un rationnel de la mesure dans laquelle les amendements introduits **amélioreraient** la pertinence de l'exercice d'évaluation,
- une **description** détaillée desdits amendements, à destination des parties prenantes intéressées par l'exercice.

ARGUMENTATION ET TRANSPARENCE, DES PRINCIPES-CLÉS

Dans ce contexte particulier d'incertitude, la pénurie de transparence est d'autant plus anxiogène. Il importe, plus encore qu'à l'accoutumée, d'expliquer les choix opérés, leurs motivations, leurs incidences, et la volatilité du résultat obtenu (études de sensibilité).

L'observation de ces conditions permet d'éviter les situations où l'apparence de sincérité de l'exercice d'évaluation pourrait être mise en doute : tel pourrait être par exemple le cas de l'adaptation d'une méthode sans justification suffisante, pouvant suggérer que la motivation de la modification serait d'une autre nature que la recherche d'amélioration de la pertinence de l'exercice.

Enfin, la notion de transparence couvre certainement les éléments **descriptifs** de l'approche retenue et de sa **justification** sous-jacente, mais également des éléments en matière de **sensibilité** des résultats.

5. Par exemple, les réglementations comptables (juste valeur, valeur recouvrable, valeur d'utilité ou d'usage etc.), les référentiels sectoriels (tels que l'IPEV), les règlements de FCPE, etc.

CONSIDÉRATIONS FONDAMENTALES FACE À L'EXERCICE D'ÉVALUATION

APPROCHE MULTI-CRITÈRES

Comme indiqué dès le chapitre introductif, les différentes approches d'évaluation sont toutes perturbées par une **crise mondiale et pan-sectorielle**.

Il est d'usage, en temps normal, de recommander une **approche « multi-critères »** pour mener un exercice d'évaluation, vocable utilisé pour désigner une méthodologie consistant à :

- envisager l'ensemble des approches d'évaluation,
- les analyser individuellement, les écarter ou les retenir en fonction de l'adéquation de l'approche considérée au contexte particulier de l'actif à évaluer,
- mettre en œuvre les approches retenues,
- confronter les différents résultats obtenus, jauger les avantages et inconvénients de chaque méthode,
- exercer finalement son jugement d'expert afin d'arbitrer un intervalle de valeurs raisonnable.

L'approche multi-critères reconnaît en fait **qu'aucune méthode d'évaluation** ne fournit à elle seule, en toutes circonstances, « le bon résultat ». La mise en œuvre de plusieurs approches permet de **diversifier** les avantages et inconvénients de chaque méthode pour mieux identifier les incidences au cas particulier évalué, et pour mieux les neutraliser in fine.

APPROCHE MULTI-CRITÈRES

Les méthodes d'évaluation sont toutes affectées par la crise. Dans ce contexte, une évaluation assise sur une méthode d'évaluation unique apparaît très risquée. L'approche multi-critères vise à mettre en œuvre plusieurs méthodes d'évaluation.

En contexte de crise où les différentes méthodes d'évaluation sont toutes perturbées, une évaluation reposant sur une seule méthode apparaît d'autant plus exposée : la pratique de l'évaluation « multi-critères » ne peut qu'être recommandée... si tant est que le cadre référentiel de l'évaluation le permet.

Cette approche ne constitue toutefois pas une panacée, puisque toutes les méthodes sont affectées par la crise !

A vrai dire, la perturbation d'apparence protéiforme de la crise sur les méthodes d'évaluation (volatilité des cours de Bourse, re-prévisions incertaines, calibrage d'une prime de risque...) proviennent majoritairement d'une même origine : la perte de visibilité. La mise en œuvre de plusieurs méthodes d'évaluation permet simplement d'aborder la même problématique sous des angles différents, ce qui maximise au final les chances de mieux appréhender ou encadrer le niveau d'incertitude.

Abordons à présent plus avant les différentes méthodes d'évaluation les plus courantes : elles sont généralement classées selon les catégories suivantes : les approches par le marché, les approches par les revenus, les approches par les coûts (ces dernières concernant plutôt des actifs isolés que des activités, elles ne seront pas approfondies dans le cadre de ce document).

APPROCHES PAR LE MARCHÉ

Les **approches par le marché** sont, dans la plupart des cadres référentiels, privilégiées, à l'exception notable des tests de dépréciation (impairment tests) qui pour autant ne les excluent pas⁶.

En temps de crise, les cours de Bourse présentent une volatilité temporelle accrue. Cette volatilité reflète :

- des **facteurs rationnels de variation**, dont notamment (i) le flux quasi-continu d'informations relatives à la crise qui, au gré de leur teneur⁷, engendre des ajustements des anticipations à la hausse ou à la baisse, ou encore (ii) la fragilisation des acteurs économiques, dont les interdépendances sont de nature à élargir le champ des évènements possibles pour une société et donc à accroître le risque ;
- des mouvements nerveux et d'apparence moins rationnels, selon les cas amplifiés ou au contraire compensés voire surcompensés en quelques jours. Une explication possible pour ce phénomène réside en ce que les facteurs cités ci-avant, pour rationnels qu'ils soient, sont plus **difficiles à quantifier** (à « **pricer** ») par les marchés, du fait de la perte de visibilité occasionnée par la crise et les informations plus parcellaires à disposition (notamment concernant les re-prévisions).

DES MARCHÉS FINANCIERS ACTIFS, MAIS SECOUÉS

Les marchés financiers sont restés actifs, les volumes d'échanges le plus souvent importants. Les marchés sont affectés par des facteurs rationnels d'évolution, mais également par une volatilité pour partie temporaire, liée à la perte de visibilité du cœur de crise.

Il importe également de noter que la hausse de la volatilité observée sur les cours ne trouve pas, au cas de la crise du Covid-19, de facteur d'amplification en provenance des volumes d'échanges : ceux-ci restent généralement à un niveau satisfaisant.⁸

Il semble donc que les cours de Bourse soient affectés, tout d'abord et naturellement par l'appréhension d'une baisse de performance des acteurs économiques, mais également par l'adjonction de deux types de risque :

- **un risque conjoncturel** : au cœur de la crise, la perte de repères des acteurs de marché conduit mécaniquement à une volatilité accrue des cotations. Ce phénomène devrait s'apaiser dès lors que se clarifieront la durée de la crise et le profil-type de la reprise (ie quels que soient alors les niveaux des cours atteints, ceux-ci devraient être moins volatiles)
- **un risque résiduel** : le tissu économique sera vraisemblablement parsemé d'entreprises fragilisées, et la période de reprise pourra voir les parts de marché pré-crise de certaines entreprises contestées. Le champ des évènements possibles pour certains secteurs pourrait en conséquence s'élargir, sur une période s'étendant au-delà du regain de visibilité, conduisant à une volatilité « résiduelle » sur le secteur pour un temps un peu plus long – ie une prime de risque.

Enfin, pour compléter ce panorama, il convient de constater que les opérations ne concernant non plus des titres en nombre marginaux mais des blocs plus importants, concernant sur les marchés les introductions en Bourse (IPO) ou encore les offres du type OPA, se sont tariées.

De même, les processus d'acquisitions / cessions en gré à gré ont été massivement interrompus, les **transactions inexistantes ou rares...** et pour les quelques transactions subsistantes, il est fort possible qu'elles aient été conclues à des conditions atypiques, avec par

exemple un cédant en situation financière contrainte⁹. Si les marchés restent pour leur part très liquides, il apparaît donc que les opérations d'ampleur sont moins liquides : **une décote conjoncturelle d'illiquidité** pourrait donc affecter les quelques transactions opérées en cœur de crise (et probablement pour tout ou partie de celles qui le seront en sortie de crise).

PAS OU PEU DE TRANSACTIONS RÉCENTES

Les transactions se sont globalement tariées. Il est moins probable de trouver des transactions récentes (ie intégrant l'occurrence de la crise) sur le titre à évaluer ou sur des sociétés comparables. Qui plus est, de telles transactions pourraient ne pas être conclues à des conditions normales.

6. Les tests de dépréciation concernent des actifs du bilan des entreprises destinés à être opérés dans la durée. De ce fait, les référentiels comptables mettent en avant les valeurs d'usage ou d'utilité (approche par les revenus). Pour autant, même dans ces cas, l'approche par le marché n'est pas omise puisque le test définit la valeur recouvrable des actifs comme la valeur la plus haute entre la valeur d'utilité et la juste valeur nette des frais de cession (cf. IAS 36, la plupart des normes comptables prévoyant des dispositions similaires voire identiques).

7. Ces informations concernent tant la crise elle-même que les nouvelles en provenance des acteurs économiques, ou encore les annonces de mesures économiques prises par les pouvoirs publics et les dispositifs de réponse monétaire et financiers décidés par les gouvernements et les banques centrales

8. Ainsi, dans la plupart des cas, la pertinence des cours de Bourse durant la crise du Covid-19 n'est pas remise en question du fait de volumes d'échanges trop faibles.

9. Rappelons que la plupart des référentiels de valorisation requièrent que les transactions soient réalisées entre parties consentantes, disposées à réaliser la transaction (ie sans contrainte exogène). Par exemple la norme IFRS 13 définit le concept de juste valeur par « le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre des intervenants du marché à la date d'évaluation (un prix de sortie) »



Quels enseignements tirer en matière d'évaluation ?

Les cours de Bourse comme les transactions conclues en pleine crise sont certainement tous deux affligés de décotes correspondant aux risques « conjoncturels » décrits ci-avant. Pour autant il est très difficile si ce n'est impossible de quantifier séparément cette composante.

Cette impossibilité pratique rend inopérante la réflexion selon laquelle les référentiels préconisant tout à la fois de mener une évaluation « à date » et dans le même temps dans « des conditions normales », seraient ou non compatibles avec l'un ou l'autre des *scenarii suivants* :

- une évaluation fondée sur le marché (à date) mais dont il a été énoncé la forte probabilité de l'existence d'une décote temporaire (qu'un cédant sans contrainte gèrerait en différant la cession au-delà de la période de visibilité réduite) ;
- une évaluation retraçant la décote temporaire car arguant qu'une cession sans contrainte ne serait pas réalisée tant que cette décote perdurerait (mais, ce faisant, n'étant donc pas réalisée « à date »).

Les approches par le marché devront en conséquence être menées en ayant conscience de cette limite.

Pour autant, en période de crise, l'évaluation est probablement moins perturbée par la décote temporaire liée à l'accroissement de la volatilité des cours, ... **qu'aux effets de la volatilité elle-même sur les cours quotidiens** : en effet, quel cours de référence retenir dans un environnement où celui-ci change de manière relativement substantielle en peu de temps ?

Point de recette miracle en la matière, mais cette problématique peut être plus ou moins atténuée, en fonction de ce que le référentiel de l'évaluation permet de faire et de la méthode particulière d'évaluation envisagée au sein des approches par le marché.

🎯 MISE EN ŒUVRE DES APPROCHES PAR LE MARCHÉ

1. Vérifier les volumes d'échanges des titres considérés (sur la crise du Covid-19, généralement satisfaisants)
2. Démontrer la représentativité effective des éventuelles transactions récentes comparables (peu probable !)
3. Lorsque le référentiel le permet, envisager de considérer un encadrement de cours sur une période de temps pertinente, plutôt qu'un cours spot à date.
4. Réviser les groupes de comparables afin d'identifier d'éventuels sous-secteurs à comportement différencié durant la crise

Ainsi :

- D'une manière générale **pour l'ensemble des méthodes fondées sur le marché**, l'évolution des volumes d'échanges doit être vérifié, car de faibles volumes pourraient être le signe que le cours considéré ne reflète plus véritablement d'équilibre applicable, en tout cas applicable à un bloc de titres significatif (ie le bloc de titres ne pourrait pas être raisonnablement écoulé sur le marché compte tenu des volumes actuels d'échanges). Comme déjà indiqué, ce phénomène est toutefois rare au cas de la crise du Covid-19.
- **Approche directe par le cours de Bourse** (méthode de facto uniquement accessible aux sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé) : le cours est susceptible d'évoluer sensiblement sur de courtes périodes. Selon le référentiel considéré (quelquefois malheureusement très strict sur la question de la date), une moyenne ou un encadrement du cours fondé sur une période de temps un

peu plus large pourrait être utile. L'analyse de la trajectoire du cours de Bourse est dans ce cadre importante pour ne pas retenir une période qui inclurait des moments de forts décalages, situés au plus fort de la crise et de la perte de visibilité.

- **Approche par les transactions récentes** : dans le cas où une transaction récente sur les titres de la société à évaluer ou sur des sociétés comparables existait, il ne peut qu'être recommandé de mener une analyse approfondie permettant d'apprécier le caractère transposable de ladite transaction : celle-ci a-t-elle été menée par un cédant contraint à dégager des liquidités ? Celle-ci a-t-elle réellement été conclue en toute connaissance de la crise, ou juste avant ? Celle-ci dispose-t-elle de clauses particulières d'ajustement de prix ? il n'est pas aisé de disposer d'un tel niveau d'information sur des transactions de gré à gré, et les approches par transactions récentes devront souvent être écartées.
- **Approches analogiques (auxquelles appartiennent les méthodes par multiples)** : ces approches s'appuient sur un panel de comparables cotés. La fluctuation des cours peut être traitée au travers de l'approche par moyenne sur une période de temps. Il reste que ces approches, en temps de crise et en pratique, conduisent à **des multiples quelquefois très différenciés entre sociétés comparables, difficiles à utiliser en l'état**. Nous reviendrons sur ce sujet dans le cadre du présent document. Certaines de ces disparités s'expliquent par de menues différences en matière opérationnelle qui procurent face à la crise une meilleure ou au contraire moins bonne résilience ; quelquefois c'est plus globalement le business model dominant des sociétés qui conduit à des différences durant la crise¹⁰.

10. Par exemple, au sein d'un même secteur, les modèles d'affaires fondés sur l'abonnement ou le service distant résistent mieux à la crise particulière du Covid-19 que ceux reposant sur la vente physique ou sur le service avec accueil. A noter qu'une crise de nature différente pourrait avoir de toutes autres incidences société par société

APPROCHES PAR LES REVENUS

Les approches par les revenus sont globalement fondées sur la valeur actuelle nette de flux prévisionnels futurs. Les flux en question peuvent être des Free-Cash Flows (FCF) dans le cadre de la méthode des DCF précédemment citée, ou encore des surprofits, ou encore des résultats nets distribuables, ou encore des dividendes (Dividend Discount Model ou DDM) ... le principe reste le même.

La mise en œuvre d'une approche par les revenus requiert :

- L'élaboration de **prévisions** sur un horizon temporel suffisamment long pour capter le potentiel de croissance spécifique attendu de la société considérée,
- L'appréciation d'un **taux d'actualisation** (reflet du couple risque-rémunération) à porter en regard de ces flux prévisionnels, dont le calibrage dépend tout à la fois du secteur d'activité (certains secteurs sont structurellement plus risqués que d'autres), mais également du profil de risque des flux eux-mêmes (de manière à ce qu'une prévision optimiste ou conservatrice du même objet étudié fournisse le même résultat par association de taux d'actualisation adaptés).

Ces prérequis sont exigeants, et plus particulièrement encore en temps de crise. En effet :

- Toutes les sociétés ne disposent pas des **moyens de pilotage et de gestion** permettant d'élaborer des prévisions suffisamment fiables, sur un horizon temporel suffisant. Or en temps de crise, même les plus grands groupes ont été temporairement entravés dans cet exercice. Pour eux et plus encore pour les sociétés plus petites, les premières re-prévisions de crise sont délicates à établir.



APPROCHES PAR LES REVENUS

Ces approches requièrent l'élaboration de prévisions. Le niveau d'incertitude permet, moins qu'usuellement, d'appréhender le niveau de volontarisme/conservatisme des prévisions : la mise en œuvre de scénarii de prévisions est recommandée.

- Il n'est habituellement pas aisé de calibrer le risque spécifique attaché aux dites prévisions. L'approche multi-critères permet de mettre en perspective ce risque et dans certains cas le recours à des scénarii à dynamiques prévisionnelles high, base et low permettent d'encadrer encore davantage le sujet. En temps de crise, l'**apport de scénarii différenciés rendant compte de trajectoires possibles** est d'autant plus intéressant, puisqu'il permet de se représenter la volatilité des trajectoires de manière concrète. Pour autant, il faut garder à l'esprit que l'élaboration de scénarii de prévisions (sans même parler de probabiliser leur vraisemblance !) est plus lourde et toute aussi délicate que l'élaboration de prévisions simples...
- Enfin, l'appréciation du risque sectoriel impose de se **référer aux marchés** qui cotent implicitement les couples risques-rémunérations : l'utilisation de paramètres de marché pré-crise (ou de long terme) pose la question de leur adéquation à des re-prévisions porteuses d'un risque additionnel (discuté dans le paragraphe relatif aux approches de marché). A l'inverse, l'utilisation de paramètres spot sont soumis au risque d'instabilité découlant des fluctuations de marché. Des réflexes analogues à ceux indiqués au paragraphe sur les approches de marché (fenêtre d'observation) sont alors de mise.

COMBINAISON D'APPROCHES PAR LES REVENUS ET PAR LES MARCHÉS

Une approche multi-critères est à préconiser lorsque le référentiel de l'évaluation le permet, pour éviter les biais de telle ou telle méthode, plus difficiles encore à maîtriser a priori en temps de crise.

Dans les faits, il apparaît notamment délicat de se référer uniquement à des méthodes par les revenus en temps de crise. En effet, s'il est difficile pour l'ensemble des acteurs économiques d'élaborer leurs re-prévisions au cœur de la crise, comment dès lors caractériser la fiabilité des re-prévisions d'un acteur pris individuellement ?¹¹

Une **méthode par les revenus** dont la documentation est assise sur des **considérations spécifiques mais aussi** à bien des égards sur des **comparables cotés** (par exemple par comparaison des re-prévisions avec celles émises par les comparables et/ou les analystes) est de ce point de vue largement plus intéressante.

CROSS-DOCUMENTATION DES APPROCHES

La documentation et la calibration de certains paramètres peut utilement s'appuyer sur des paramètres relevant d'autres approches, si ceux-ci sont plus aisés à appréhender.

Les approches par les marchés en temps de crise ont des limites qui ont été discutées précédemment ; néanmoins, elles rendent aujourd'hui compte de la **meilleure appréhension collective de l'ensemble des informations disponibles** sur la crise, son traitement, sa sortie et le profil de sortie à attendre.

Une société est par essence unique, dispose de ses spécificités, de son potentiel, et l'exercice d'évaluation doit tenir compte de ces spécificités ; cela étant, **certains facteurs très structurants** tels que la durée de la crise, le profil de sortie, **sont certainement communs** ou à peu près communs (à tout le moins par secteur), et de telles hypothèses doivent être plutôt documentées par le marché, puis le cas échéant ajustées au cas particulier de la société à évaluer (par argumentation spécifique).

Une démarche se dessine ici, qui évite de transposer mécaniquement les baisses de marché via des multiples « bruts », ou encore de se reposer entièrement sur des re-prévisions spécifiques, potentiellement déconnectées du marché, mais qui cherche plutôt à **combinaison les deux mondes** :

- En explicitant (autant que faire se peut) les évolutions de marché sous forme de paramètres pragmatiques structurants (ex. durée de la crise, rapidité de la reprise), faisant ainsi le lien entre approche

par les marchés et approche sous-jacente par les revenus ;

- Puis dans un second temps en positionnant la société à évaluer par rapport à ces métriques collectives fondamentales, de manière à rendre compte des spécificités de la société à évaluer dans un terrain davantage balisé.

DÉMARCHE HYBRIDE

Certains paramètres caractérisant la crise (sa durée, le profil de la reprise qui lui succède) relèvent davantage des approches par revenus, mais pourraient être utilement calibrés à partir de l'étude des marchés.

Cette démarche est explorée plus avant dans le cadre de ce document. Etudions tout d'abord les évolutions de marchés et leurs effets sur les multiples boursiers.

11. Hormis bien entendu quelques cas particuliers où les re-prévisions peuvent être documentées de manière très satisfaisante (un secteur plutôt épargné voire favorisé par la crise, ou bien un carnet de commandes non démenti, se rapportant à des clients solides, assorti d'une chaîne de fournisseurs également solides à tous rangs, etc.)

2. ÉVOLUTION DES MULTIPLES EN TEMPS DE CRISE

DES MULTIPLES AUX ÉVOLUTIONS TRÈS IMPORTANTES DANS LE TEMPS

En temps de crise, les acteurs économiques se trouvent soudainement placés dans une situation de perte de visibilité immédiate (ampleur et incidence de la crise), moyen terme (profil et durée de la reprise), voire sur les comportements des consommateurs sur le long terme.

Face à un évènement de ce type, les entreprises sont d'**abord concentrées sur le cash et les opérations**, en une gestion fortement évolutive car s'adaptant aux évènements et évolutions réglementaires. La question des prévisions est naturellement placée au second plan car de toute façon non sérieusement accessible à cet instant.

Dans ce contexte incertain, les marchés financiers sont restés actifs dans la plupart des cas, **intégrant dans les cours leur lecture des flux d'informations** disponibles : suivi de la crise et de son évolution, de son incidence à court terme sur les différents secteurs d'activité, réponses économiques apportées par les gouvernements et banques centrales, signaux en provenance des acteurs systémiques, émission de notes d'analystes financiers.

Société cotée A	N-1 constaté	N budget	N+1 plan	N+2 plan	Capital* boursière	Dette	Valeur d'entrep.
BP pré-crise (EBITDA)	100	106	115	123			
Marchés financiers au 01/01/N					680	300	980
Multiplies induits	9.8x	9.2x	8.5x	8.0x			
Survenance de la crise					505	-26%	805
Marchés financiers au 30/04/N							
Multiplies induits	8.1x	7.6x	7.0x	6.5x			
BP crise (EBITDA)	100	35	60	107			
Marchés financiers post-émission BP					515	-24%	815
Multiplies induits	8.2x	23.3x	13.6x	7.6x			
Mise à jour dette (eg au 30/06/N)					510	-25%	845
Multiplies induits	8.5x	24.1x	14.1x	7.9x			

Figure 1 : Exemple d'évolution dans le temps des cours, des prévisions, et des multiples associés

CADENCEMENT DES INFORMATIONS DE MARCHÉ ET DES MULTIPLES

En temps de crise, les cours baissent sans attendre de nouvelles prévisions. Le multiple baisse donc. Lorsqu'une re-prévision est émise (i.e. à la baisse), le multiple remonte donc, sauf nouvelle correction du cours.

Les multiples boursiers découlant de ces périodes connaissent des évolutions fortes, dont le timing doit être analysé précisément, comme le montre l'exemple ci-dessous illustrant le cas d'un multiple N fluctuant fortement dans le temps, baissant de 9.2x à 7.6x, puis remontant à 23.3x.

L'utilisation de l'un ou l'autre de ces multiples impose donc de **bien comprendre le cadencement des évènements**, et le lien entre prévisions, re-prévisions, et cours de Bourse.

BASSE INITIALE DES MULTIPLES ET RISQUE DE SOUS-ÉVALUATION

Reprenons l'exemple de la figure 1 : le multiple initial de 9.2x (rapporté au budget N) baisse dans un premier temps de 1.6x à l'occasion de la crise, cette décote représentant le prix octroyé par le marché à l'impact de la crise et à son incertitude associée.

L'appréhension de cette décote requiert au préalable de rappeler les fondamentaux de l'évaluation et de son lien à l'équilibre risque-rémunération : une évaluation repose sur une espérance de gains futurs, mais aussi sur le risque associé à ces gains, représentée par la volatilité du profil de gains autour de son espérance.¹²

Idéalement, les prévisions sont alignées sur les espérances de gains, tandis que le multiple reflète pour sa part le couple risque-rémunération (donc la rémunération attendue compte tenu du risque pris, ou encore dit autrement la volatilité des prévisions de gains). Pour autant, la réalité est souvent moins univoque.

Secteur	Société X	Société Y
Prévisions (normatives)	110	120
Cotation Marché	1,000	1,000
Multiplies induits	9.1x	8.3x
Multiple sectoriel 'pur'	9.5x	
Prévisions "achetées" par le marché	105	105
Décote implicite des prévisions	-4%	-12%

Figure 2 : Multiples hybrides couplant espérance et volatilité

L'illustration ci-dessus montre que le marché n'achète que partiellement les prévisions de X et Y, considérées comme optimistes, conduisant ce faisant à des multiples de 9.1x et de 8.3x, décalés du couple risque-rémunération sectoriel (en réalité, les écarts de multiples entre sociétés comparables ont bien d'autres composantes que la seule différence de volontarisme des prévisions).

12. Posant l'hypothèse de l'aversion au risque d'un investisseur rationnel : à espérance identique, un investisseur rationnel est supposé préférer un projet à faible volatilité qu'un projet à forte volatilité

À l'occasion de la survenance d'une crise :

- Les **espérances de gains futurs** sont bien entendu affectées par la crise, celles-ci devraient en conséquence baisser même si dans les premiers temps de la crise le manque de visibilité ne permet pas aisément de recalculer ces espérances,
- La **volatilité des profils de gains futurs s'accroît** car les multiples déstabilisations engendrées par la crise amènent de facto à un champ des possibles élargi. Il n'est donc pas déraisonnable de considérer que les multiples boursiers puissent subir une décote rendant compte de l'accroissement de ce niveau d'incertitude.

D'aucuns peuvent en conséquence être tentés de considérer que les impacts mesurés sur les multiples boursiers dans les premiers temps de la crise se rapportent à l'accroissement de l'incertitude, et que ces multiples devront donc s'appliquer à leurs premiers exercices de re-prévisions de fin d'année.

Ce faisant, ils **risquent une sous-évaluation substantielle**. En effet, l'hypothèse sous-jacente implicite selon laquelle le multiple reflète le couple risque-rémunération n'est absolument plus pertinente en pleine crise : tant que les multiples sont calculés en référence aux prévisions pré-crise, ils « embarquent » également le recalage des espérances de gains futurs, en sus de l'ajustement de leur volatilité !

En reprenant l'exemple de la figure 1, la baisse de 1.6x du multiple rend certes compte de la hausse présumée de la volatilité et donc du risque, mais reflète également le caractère obsolète des prévisions pré-crise et la nécessité de les recalculer à la baisse. La figure 2 ci-après illustre l'incidence d'une application inadéquate d'un tel multiple, inadéquate car appliquée aux premières re-prévisions pour l'année N de la société à évaluer.

Société à évaluer		N-1 constaté	N budget	EV
Pré-crise	BP pré-crise (EBITDA)	100	114	
	Multiples pré-crise	9.8x	9.2x	
	Approche de valeur d'entreprise	980	1,054	[980-1054]
Survenance de la crise	Nouveaux multiples 30/04/N	8.1x	7.6x	
	Mise à jour mécaniste	805	866	[805-866]
	Première reprévision		80	80
	Mise à jour minorante		608	[608-866]

Figure 3 : Sous-estimation de la valeur par prise en compte multiple des effets de la crise

L'application erronée du multiple de 7.6x conduit à une estimation à 608, soit un niveau 40 % plus faible que les intervalles de valeur pré-crise (les marchés ayant pour leur part baissé de 18 % en termes de valeur d'entreprise).

Il pourrait être inféré que la re-prévision de la société à évaluer est responsable de ce résultat, expliquant ainsi la sous-performance de la société à évaluer par rapport au marché (ie la société A).

Dans les faits, cet argument ne tient pas : en effet, il pourra être constaté, une fois que la société A aura émis sa re-prévision, que celle-ci marque une baisse plus prononcée en N (un EBITDA de 35, soit un décalage de l'ordre de 70 % par rapport aux prévisions pré-crise) que celle de la société à évaluer (EBITDA de 80, soit un décalage de l'ordre de 30 %), sans que les marchés sanctionnent particulièrement le cours de la société A une fois cette re-prévision communiquée. Il y a donc bien sous-évaluation.

⚠ RISQUE DE SOUS-ÉVALUATION

Un multiple de société cotée calculé sur la base des prévisions pré-crise ne peut pas ensuite être appliqué à des prévisions tenant compte des effets de la crise, sauf à risquer une sous-évaluation potentiellement significative.

De tels multiples ne peuvent en conséquence être appliqués qu'aux prévisions pré-crise (cf figure 3 ci-dessus, « mise à jour mécaniste »).

L'application « mécaniste » des multiples boursiers sur un jeu de prévisions en cohérence avec celui ayant présidé au calcul dudit multiple fournit une information non biaisée dans le principe... mais la crise peut **rendre plus délicate l'hypothèse de comparabilité** des sociétés et de transposition des observations des sociétés cotées sur les sociétés à évaluer.

Nous en revenons là aux considérations du chapitre précédent sur les limites d'une application mécanique des méthodes par multiples et l'intérêt d'une

démarche de documentation hybride entre paramètres de marché caractérisant la crise et approche par les revenus. Pour l'instant, poursuivons l'investigation des approches par multiples, considérant cette fois le temps où les re-prévisions sont accessibles.

RECALAGE DES MULTIPLES APRÈS COMMUNICATION DE PRÉVISIONS INTÉGRANT LA CRISE

Même si les sociétés cotées n'ont pas encore communiqué de re-prévisions, un certain nombre d'analystes procèdent à des estimations de recalages des prévisions de bénéfices voire de dividendes. Ces informations sont susceptibles d'évoluer fortement, dans des temps courts, en fonction des informations quotidiennes portant sur l'évolution de la crise, les nouvelles mesures prises par les institutions, ou encore l'ampleur des incidences expérimentées en quasi-temps réel sur tel ou tel secteur d'activité. Tout en gardant à l'esprit la forte évolutivité des notes des analystes, les « consensus » formés à partir de plusieurs notes d'analystes fournissent un état des lieux intéressant, rendant compte de l'information disponible à date, à tout le moins pour un acteur externe à la société considérée. Nous y reviendrons.

Les marchés disposent en conséquence d'informations diverses et l'équilibre de marché rend compte d'une position intégrant à des degrés plus ou moins prononcés lesdites informations, selon si le marché « achète » ou pas certaines informations, certaines anticipations. Bien entendu, la communication par les sociétés cotées elles-mêmes de leurs propres re-prévisions constituent une information très importante. La réaction des marchés face à cette communication peut tout aussi bien conduire à une hausse ou une baisse de cours, selon si ces re-prévisions s'avèrent conformes ou décalées par rapport aux anticipations implicitement intégrées dans les cours.

ACCESSIBILITÉ DES RE-PRÉVISIONS

Les re-prévisions les plus importantes sont naturellement celles communiquées directement par la société cotée. Cela étant, les analystes financiers émettent également régulièrement des notes faisant part de leurs propres estimations des profils de performance à venir.

La figure 1 illustre un cas où la réaction des marchés ressort relativement mesurée ; pour autant, l'incidence sur les multiples boursiers apparaît concomitamment très forte : ainsi, indépendamment des réactions des marchés, **les re-prévisions conduisent le plus souvent, en période de crise, à un rebond extrêmement significatif du multiple boursier.**

Cet effet d'apparence contre-intuitive (la crise conduirait à faire monter les multiples de court terme !) s'explique simplement : la crise présente des effets extrêmement puissants sur la performance de court terme, mais il est attendu que la crise ait une durée finie alors que le marché tient bien compte des perspectives de tous les gains futurs. **En conséquence les années où la crise bat son plein sont des années de sous-performance par rapport à la performance moyenne et donc naturellement un multiple calculé sur ces seules années apparaîtra très majoré.**

La figure 1 illustre ce phénomène, avec des multiples des années N et N+1 ressortant respectivement à x23.3 et x13.6, bien au-delà des multiples pré-crise, puis s'assagissant en N+2 avec un multiple de x7.6, de retour dans une zone commune avec les ordres de grandeur des multiples pré-crise.

Ce comportement a bien entendu déjà été constaté dans le passé et notamment lors de la crise post-Lehmann. Au cœur de cette crise, les multiples (price earnings ratio) des banques de marché et d'affaires ressortaient comme extrêmement importants.¹³

La difficulté inhérente à ces multiples réside en leur forte dépendance à la situation particulière de chaque société : en effet, entre une société affichant pour l'année de survenance de la crise une performance en baisse de 80% et une autre de 90%, l'écart de 10% sur cette année n'a peut-être pas grande conséquence sur les performances des années suivantes et plus encore sur la sortie de crise ; pour autant les multiples tirés de ces sociétés sur l'année considérée varient, toutes choses étant égales par ailleurs, du simple... au double !

Pour mieux visualiser encore cet effet, l'exemple de la société A de la figure 1 est enrichi par l'adjonction d'une société B, du même secteur, permettant de composer un échantillon de deux sociétés comparables (certes extrêmement restreint mais suffisant pour illustrer la forte variabilité des multiples court terme à l'occasion de crises) :

Société cotée B	N-1 constaté	N budget	N+1 plan	N+2 plan	Capital° boursière	Dettes	Valeur d'entrep.
BP pré-crise (EBITDA)	100	110	124	150			
Marchés financiers au 01/01/N					850	250	1,100
Multiples induits	11.0x	10.0x	8.9x	7.3x			
Survenance de la crise							
Marchés financiers au 30/04/N					590 -31%		840 -24%
Multiples induits	8.4x	7.6x	6.8x	5.6x			
BP crise (EBITDA)	100	-20	48	107			
Marchés financiers post-émission BP					570 -33%		820 -25%
Multiples induits	8.2x	-41.0x	17.1x	7.7x			
Mise à jour dette (eg au 30/06/N)					560 -34%	300	860 -22%
Multiples induits	8.6x	-43.0x	17.9x	8.0x			

Figure 4 : Caractéristiques de la seconde société relevant du même secteur que la société A de la fig.1

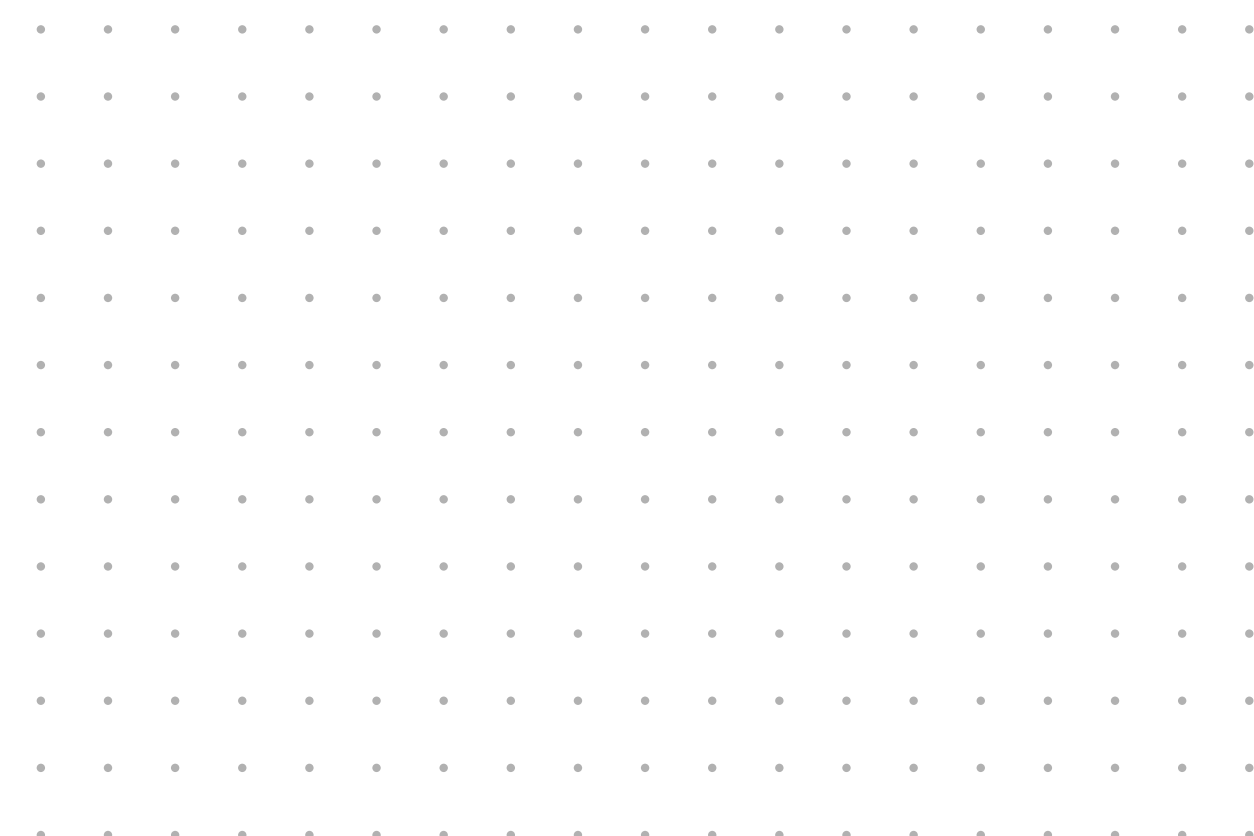
L'utilisation des informations issues de ces deux sociétés sur une société tierce à évaluer peut ainsi conduire aux calculs suivants :

	Société à évaluer	N-1 constaté	N budget	EV
Pré-crise	BP pré-crise (EBITDA)	100	114	
	Multiples pré-crise	9.8x 11.0x	9.2x 10.0x	
	Approche de valeur d'entreprise	980	1,100 1,054 1,140	980 1,140
Survenance de la crise	Nouveaux multiples 30/04/N	8.1x 8.4x	7.6x 7.6x	
	Mise à jour mécaniste	805	840 866 871	805 871
	Première reprévision		80	80
	Mise à jour minorante		7.6x 7.6x	608 611
Emission BP cotés	Nouveaux multiples post-BP cotés		23.3x -41.0x	23.3x -41.0x
	Mise à jour trop volatile			1,863 -3,280
	Mise à jour mécaniste	8.2x 8.2x		815 820
	Nouveaux multiples post-BP cotés		24.1x -43.0x	24.1x -43.0x
	Mise à jour trop volatile			1,931 -3,440
Mise à jour mécaniste	8.5x 8.6x		845 860	

Figure 5 : Synthèse des utilisations de multiples boursiers erronées ou présentant des risques

La figure 5 illustre l'extrême volatilité qui découlerait d'une application des multiples de pleine crise, une fois des re-prévisions disponibles : un intervalle de valeurs compris entre -3,280 et +1,863 !

Si les multiples de pleine crise ne sont donc pas applicables, le chapitre suivant examine la possibilité d'utiliser les multiples de fin d'horizon, puisqu'il a été mentionné précédemment que le multiple N+2 de la société A, par exemple, ressortait à 7.6x et donc retournait dans des zones apparaissant moins instables.



13. Les valeurs ne connaissant pas une hausse de leur multiple extériorisaient en fait un résultat net négatif, avec donc un multiple mécaniquement négatif.

PRÉVISIONS EN FIN D'HORIZON

Réexaminons l'exemple de la Société A : en fin de plan (ie en N+2), le multiple induit pré-crise ressort à 8.0x (pour un EBITDA de 123), tandis que le multiple induit de crise ressort à 7.6x (pour un EBITDA de 107).

Le multiple de 7.6x apparaît légèrement plus faible et en conséquence il serait tentant de considérer que le décalage de 40 pb correspondrait à la hausse du risque. Cette considération hâtive introduit au moins deux hypothèses importantes, et présente une faiblesse :

- Les prévisions pré-crise et les prévisions de crise sont implicitement positionnées de manière identique par rapport à leur espérance de gains (ie les prévisions ne sont ni plus conservatrices, ni plus volontaristes)¹⁴
- Les perspectives de gains au-delà de N+2 sont implicitement considérées comme comparables en tendance, hypothèse qui n'est pas toujours vérifiée, notamment lorsque la dernière année du plan ne correspond pas encore à une année où la crise et la période intercalaire de sortie de crise sont toutes deux achevées (ce sujet sera ré-abordé ultérieurement).
- Enfin, la comparaison directe des deux multiples induits de fin de plan présente une faiblesse méthodologique : en effet, les capitalisations boursières restent pour leur part situées autour du début de l'année N. En conséquence les différentiels de flux (entre prévisions pré-crise et prévisions de crise) intercalaires entre N et N+2 ont une incidence sur la valeur, venant minorer mécaniquement le multiple induit N+2 de la prévision de crise.

14. Certains responsables de prévisions peuvent privilégier le volontarisme en des temps difficiles, d'autres sont concentrés sur la limitation du risque d'émission ultérieure de « profit warning », les conduisant à une approche de type « earnings at risk », dont l'écart à la médiane s'accroît donc lorsque l'incertitude s'accroît : ce faisant la part du risque intégrée dans les flux prévisionnels est supérieure à celle de la période pré-crise.

MULTIPLES DE SORTIE

Les multiples de sortie correspondent usuellement au multiple appliqué au dernier flux d'un plan d'affaires afin de former la valeur terminale (approche par les revenus). Dans une approche par les marchés, comparer deux multiples prévisionnels de fin de prévisions requiert de retraiter au préalable les flux antérieurs.

Ainsi donc, l'écart entre multiples de fin de plan (pré-crise vs crise) ne reflète pas seulement la hausse du risque.

Néanmoins, lorsqu'il peut être considéré que cette fin de plan correspond à une année hors crise (hors de la crise et de la période de reprise), il peut être intéressant d'en analyser les métriques.

MULTIPLES EN FIN DE PRÉVISIONS

Ces multiples maximisent les chances d'être situés hors du cœur de crise où les multiples peuvent beaucoup fluctuer d'une société à l'autre (y compris au sein d'un même secteur). Le processus : retirer de la valeur d'entreprise de marché la valeur spécifique attribuable aux années en cœur de crise, puis calculer le multiple de la part revenant donc aux années ultérieures.



Dans ce cadre, un ajustement (simplifié) de comparaison des multiples de fin de plan entre la période pré-crise et la période de crise pourrait consister à :

- Calculer les EBITDA.(1-Tx Capex/EBITDA).(1-taux d'IS) des années N et N+1 (ou directement les free cash-flows si on en dispose) ;
- Les retirer de la valeur d'entreprise de marché (capitalisation boursière + dette fin N) ;
- En déduire le multiple recherché par division de cette quantité avec l'EBITDA N+2.

Le multiple ainsi déterminé reflèterait la quote-part de valeur attribuable aux périodes N+2 et ultérieures.

Dans le cadre de nos deux Sociétés A et B, nous obtiendrions ainsi les multiples suivants :

	Société A		Société B	
	pré-crise	crise	pré-crise	crise
Multiple N+2 facial	8.0x	7.6x	7.3x	7.7x
EBITDA N+2	123	107	150	107
Valeur d'entreprise	980	815	1,100	820
Part attribuable à N+2 et ultérieur	864	765	977	805
Multiple induit attribuable à N+2 et +	7.0x	7.2x	6.5x	7.5x

Figure 6 : Multiples induits de fin d'horizon de prévisions

Les multiples des deux sociétés A et B se situent cette fois au-dessus de leurs multiples pré-crise, suggérant que les marchés infèrent des effets de relance non achevés en fin de prévisions.

Ces constats fournissent en conséquence quelques informations sur la durée de la crise et de la sortie de crise anticipée par le marché pour le secteur considéré ; elles peuvent amener à documenter (ou reconsidérer) les prévisions de la société à évaluer.

Une application « mécaniste » possible des multiples de prévisions de crise consisterait donc à utiliser les multiples ci-dessus sur une prévision N+2, puis à ajouter les Free Cash-Flows des années intercalaires, comme l'illustre la figure 7 :

Société à évaluer	N-1 constaté	N budget	N+1 plan	N+2 plan	EV
BP pré-crise (EBITDA)	100	114			
Reprévision		80	80	114	
Valeur attribuable à N-N+1		42	42		84
Multiple N+2 et +				[7.2x-7.5x]	
Valeur attribuable à N+2 et +				[815-858]	[815-858]
Mise à jour mécaniste					[899-942]

Figure 7 : Application d'une méthode par multiple de sortie ajusté

Cette approche présente l'avantage de permettre la prise en compte des spécificités de la société à évaluer pour la période de pleine crise (si tant est, bien entendu, que l'on soit en capacité de documenter un comportement différencié de la société à évaluer par rapport à ses comparables), tout en se raccordant ensuite à l'observation des marchés, à la base d'une méthode par multiples. L'approche fait ensuite l'hypothèse que la durée de la crise est similaire au niveau du secteur considéré, et que la situation des entreprises en fin d'horizon des prévisions est également similaire (d'où l'utilisation d'un multiple).

Cette approche requiert d'être en mesure, pour la société à évaluer, d'élaborer des re-prévisions ; l'exemple de la figure 7 illustre en la matière une approche assez rudimentaire de la re-prévision de la société considérée, à savoir une prévision pour N reconduite en N+1, et une prévision N+2 correspondant à l'année N pré-crise. Une telle approche requiert bien entendu d'être suffisamment argumentée pour être considérée comme raisonnable à date (ie documentation de la re-prévision N, démonstration par l'analyse des comparables, des notes d'analystes et/ou des re-prévisions émises par les sociétés cotées du niveau de performance anticipé en N+2, afin de comparer ces informations à l'hypothèse de retour en N+2 à la prévision pré-crise N).

Enfin, cette méthode peut être affinée dans les cas qui le méritent (ex. actualiser le flux N+1 vs N), sans perdre de vue toutefois que l'intervalle de confiance de cette approche, relativement large et susceptible d'évoluer dans le temps tant que les cours de Bourse ne seront pas suffisamment stabilisés, invalides l'intérêt de certaines démarches de précision. Il est généralement préférable de mener des études de sensibilité, par exemple par rapport au niveau d'EBITDA de N+2 (par exemple, dans le cas de la figure 7, si l'analyse des comparables montrait qu'il est possible que le niveau N+2 se rapproche plutôt de l'année N-1, l'incidence serait de l'ordre de -100, élargissant en conséquence l'intervalle de valeurs).

L'approche par les multiples de fin d'horizon de prévisions présente au final un certain nombre d'atouts, mais aussi de contraintes d'utilisation, notamment si la crise et ses effets subséquents ne sont pas suffisamment stabilisés en N+2. Cette contrainte, notamment, amène à nouveau à interroger la capacité à tirer des données de marchés leur perception des paramètres-clés de la crise (dont la durée précitée), susceptibles d'être communs à tous ou à tout le moins à tout un secteur.

Cette démarche est approfondie plus avant dans le chapitre suivant.

HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES DES MULTIPLES DE FIN DE PRÉVISIONS

Cette approche permet la prise en compte de comportements différenciés durant le cœur de crise. En revanche, elle postule la similitude de comportement des sociétés comparables dès l'année N+2.

Cette approche reste donc « mécanique », d'autant qu'elle fait également l'hypothèse que les prévisions de marché et celles de la société à évaluer présentent le même profil de volontarisme / prudence.

Sa pertinence est enfin moindre si la fin du plan n'est pas marquée par un retour à un flux quasi-normatif ou en tout cas comparable aux zones d'évolution de la performance du plan pré-crise.



3. MODÉLISATION DES PARAMÈTRES DE CRISE

Au travers des chapitres précédents, les limites de chaque approche d'évaluation en temps de crise ont été exposées, amenant naturellement à recommander l'analyse **multi-critères**, consistant à mener plusieurs approches d'évaluation pour éviter de dépendre d'une seule d'entre elles, avec des perturbations difficiles à maîtriser sur le plan quantitatif a priori.

Cela étant, mener de front plusieurs approches alors que chacune présente des difficultés en temps de crise, ne suffit pas à assurer que les biais seraient ainsi diversifiés et donc neutralisables. Il convient d'**interroger chaque approche** et d'examiner les voies et moyens d'en améliorer la résilience.

Pour ce qui concerne les approches par multiples, il a été montré que la mise en œuvre d'une méthode par multiples en temps de crise ne saurait se contenter d'une application de quelque multiple que ce soit sur les prévisions de court terme, c'est-à-dire sur une période fortement affectée par la crise.

Il a également été argumenté qu'il était préférable de déterminer des **multiples en fin d'horizon** (l'horizon s'entendant de celui des prévisions communiquées aux marchés, couvrant généralement 3 ans), mais que cette approche présentait néanmoins l'inconvénient de perdre en pertinence dès lors que la durée de la crise majorée de celle de la sortie de crise excédait les 2 ans. Cette approche requiert par ailleurs que la société à évaluer soit en capacité d'élaborer ses propres re-prévisions sur le même horizon, selon le même niveau de volontarisme / conservatisme que les sociétés cotées comparables.

Quant aux **approches par les revenus**, elles sont par construction plus exigeantes encore en matière d'élaboration de re-prévisions (l'horizon du plan d'affaires étant généralement plus long que 3 ans).

Il a été indiqué que la **mise en œuvre de scenarii** de trajectoires alternatifs était de nature à aider l'exercice d'évaluation en encadrant de manière plus concrète

le champ de volatilité... mais l'élaboration et la documentation de scenarii sont également exigeantes (plus encore s'il s'agit de probabiliser lesdits scenarii) !

Enfin, les prévisions de la société à évaluer doivent être documentées à partir d'éléments endogènes (spécifiques à la société), mais il est raisonnable d'attendre que ces prévisions soient comparées au marché pour un certain nombre de ses caractéristiques afin de montrer que ses paramètres structurants sont assis sur des éléments exogènes (quitte naturellement à s'inscrire en décalage par rapport à ces éléments, dès lors que des éléments le justifient).

Au final, affiner les approches par multiples comme les approches par les revenus amène à s'intéresser aux hypothèses sous-jacentes « achetées » par le marché, relatives aux conséquences de la crise et de sa reprise subséquente. Bien entendu, les marchés ne livrent pas ces informations de manière directe, celles-ci sont implicites et intégrées avec d'autres hypothèses dans les cours de Bourse : tenter de les approcher requiert de fait de procéder à une modélisation.

Le présent chapitre propose en conséquence une telle modélisation. Comme toute modélisation, elle ne représente pas fidèlement la réalité, n'est pas applicable en toutes circonstances, le lecteur est à ce sujet renvoyé à l'avertissement figurant en début de document.

15. Dans un premier temps, le couple risque-rémunération est posé identique (ce qui revient à chercher des flux un peu décalés par rapport à leur espérance de manière à compenser la probable prime de risque survenue avec la crise). Il sera temps ensuite d'analyser la sensibilité des résultats obtenus à l'adjonction d'une prime.

PARAMÈTRES CARACTÉRISANT LES EFFETS DE LA CRISE

Dans la mesure où une évaluation rend compte des anticipations de performance, en tenant compte du couple risque-rémunération associé à ces anticipations et à la société à évaluer, les capitalisations boursières peuvent inversement être rationalisées par des flux prévisionnels (et leur couple risque-rémunération), dans une logique de type DCF.

Les effets de la crise peuvent ensuite être calibrés en cherchant les flux prévisionnels qui, à couple risque-rémunération identique¹⁵, conduiraient à une évaluation correspondant à la capitalisation boursière post-crise.

Pour ce qui concerne le passage des flux prévisionnels pré-crise aux flux prévisionnels de crise, une réflexion doit être menée pour chercher un bon compromis entre précision, praticité, et capacité à approcher raisonnablement les paramètres du modèle de passage. À titre illustratif, il peut par exemple être envisagé d'introduire les paramètres suivants :

- **L'ampleur initiale de la perte de performance** : celle-ci peut être différenciée entre les sociétés
- **La durée de la crise** : celle-ci est plus probablement sectorielle, et constitue un paramètre très sensible de valorisation
- **L'éventualité d'un rattrapage (ou non) du plan pré-crise** : le plan pré-crise peut être considéré comme différé ad vitam aeternam d'une durée correspondant à la durée de la crise ; il peut aussi être envisagé une capacité à rejoindre le plan pré-crise, dans le cas où un tel rattrapage peut être considéré comme crédible
- **Le décalage durable du niveau de la demande** : ceci ne devrait concerner que certains secteurs très particuliers ; certains pourraient a contrario décaler à la hausse par exemple à la faveur de pénuries de certains équipements ou services que la crise aurait pu révéler.

Cette réflexion ne constitue pas une méthode pertinente en toutes circonstances, les paramètres ainsi exposés ne constituent pas une prescription ou une recommandation, ils ont plutôt vocation à exposer une démarche d'analyse et utilisation des informations de marché.

PARAMÈTRES CARACTÉRISANT LA CRISE, DANS LE CADRE DE LA MODÉLISATION À SUIVRE

Les paramètres retenus sont :

- l'ampleur de la perte de performance au cœur de la crise,
- la durée de la crise,
- la durée du rattrapage progressif du plan pré-crise
- la décote durable du secteur.

Il appartient donc au lecteur de toujours s'interroger sur son cas particulier, et d'analyser dans quelle mesure tel ou tel aspect de ces éléments de réflexion peut aider sa propre démarche, et le cas échéant s'il est pertinent de retenir ou écarter certains de ces paramètres voire d'en introduire de nouveaux.

Dans la suite du document, **nous ne mettrons pas simultanément en jeu les troisième et quatrième paramètres recensés dans la liste**, considérant qu'ils représentent deux trajectoires possibles mais pour deux secteurs distincts.

Ceci étant posé, il s'agit à présent d'exposer succinctement la logique de DCF à partir de plans d'affaires simplifiés (n'oublions pas que nous cherchons ici à rapprocher pour chaque comparable sa capitalisation boursière à un profil de flux prévisionnels dont ne sont au mieux connus que les 2 ou 3 premiers flux : le plan d'affaires n'est pas précisément connu et peut donc être modélisé de manière très succincte sans perte d'information puisque l'information complète n'est pas disponible).

MODÉLISATION DE DÉPART : LA SITUATION PRÉ-CRISE

Usuellement, un exercice d'évaluation par DCF distingue deux à trois périodes :

- **Un horizon explicite** : il s'agit de l'horizon temporel de l'exercice de prévision. Même si les informations de marché ne couvrent généralement pas plus de trois années, les prévisions sont souvent réalisées sur 5 ans, voire davantage dans les secteurs à cycles longs.
- **Un horizon implicite** : en fin de plan, un flux normatif terminal est estimé, souvent à partir de la dernière année du plan et en tâchant d'en gommer les éventuels éléments ponctuels propres à cette année. En calculant une « valeur terminale », l'évaluation fait l'hypothèse que ce flux normatif croîtra indéfiniment, selon le taux de croissance long terme.
- **Un horizon intermédiaire « de lissage »** : lorsque la dynamique de croissance annuelle en fin de plan est encore très marquée, il est raisonnable de penser que cette dynamique ne s'éteindrait pas tout à coup pour s'aligner sur la croissance long terme, beaucoup plus faible. Un horizon intermédiaire est alors introduit dans lequel le flux de fin de plan suit une croissance annuelle de moins en moins marquée de manière à converger plus naturellement vers la croissance de long terme.¹⁶

16. Le profil intégrant un horizon intermédiaire apparaît plus réaliste ; son introduction n'est en pratique pas systématique, par exemple lorsque le taux de croissance explicite n'est pas substantiellement plus élevé que le taux de long terme. En effet dans ces cas moins marqués, le biais engendré est souvent considéré comme restant dans les limites de l'intervalle de confiance de la méthode.

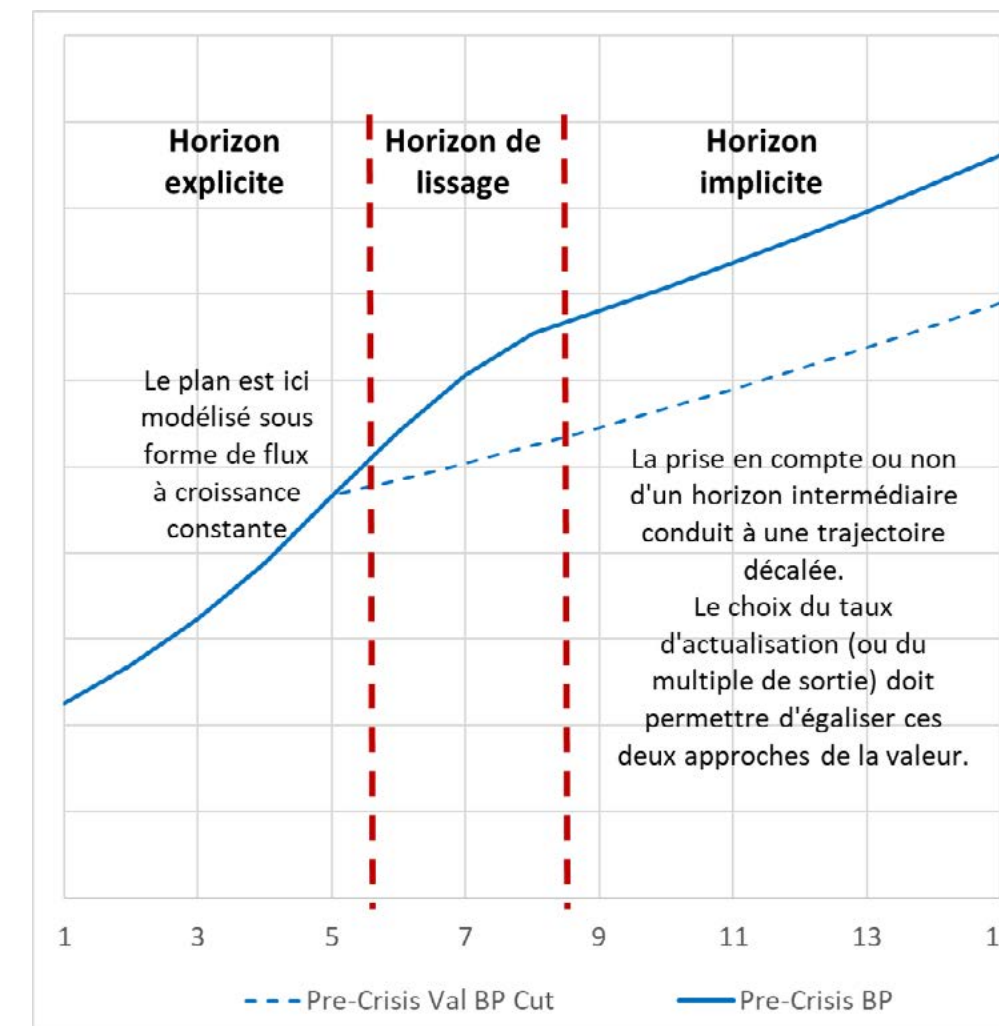


Figure 8 : Plan d'affaires pré-crise

Dans le cadre d'une démarche simplifiée, le DCF pré-crise repose donc sur :

- Un taux d'actualisation sectoriel pré-crise (CMPC fondé sur le MEDAF, par exemple),
- Un flux prévisionnel pré-crise de début de plan,
- La durée de l'horizon intermédiaire (dans la suite du document, nous adopterons une durée de 3 ans. Considérant que dans la plupart des cas le CMPC est appliqué au plan d'affaires sans lissage, nous chercherons à rebours le taux d'actualisation qui, appliqué au plan avec lissage, donne la même valeur),
- Le taux de croissance de long terme (dans la suite du document, posé à 1%).

Ces éléments étant posés, il reste à déduire le taux de croissance sur l'horizon explicite qui permet de retrouver la valeur d'entreprise découlant de la capitalisation boursière pré-crise (cette croissance pourra aussi être confrontée à celle relevant des prévisions publiques à 3 ans, pour vérification. Dans le cas de prévisions à 3 ans plus dynamiques, cela peut signifier que le marché ne les a pas « achetées » à 100 % et a introduit une prime de risque, ce qui ne révèle donc pas nécessairement d'incohérence dans cette modélisation).

MODÉLISATION DE LA SITUATION DE CRISE

Le passage de la situation pré-crise (en bleu) à la situation de crise (en orange par défaut, rouge en présence de catch-up, violet en présence de décote du secteur) peut être visualisé comme suit :

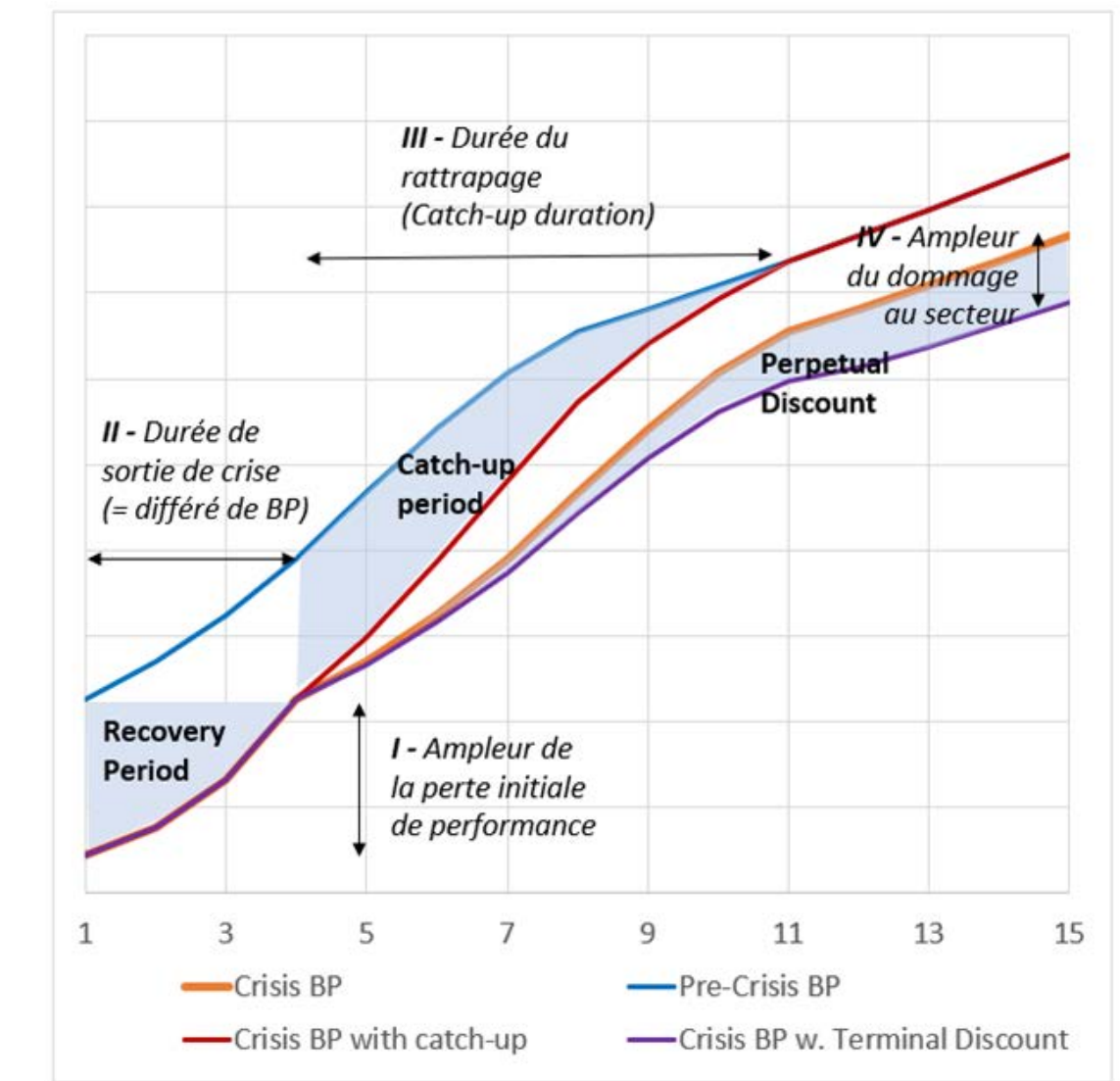


Figure 9 : Passage du plan pré-crise au plan de crise

Dans le cadre de ce modèle, dont il convient à nouveau de rappeler qu'il ne saurait être applicable à toutes les situations, le passage de prévisions pré-crise aux prévisions de crise est donc modélisé au travers de 3 paramètres (les deux derniers des 4 paramètres étant exclusifs l'un de l'autre) :

- L'ampleur initiale de la crise est exprimée en % de **baisse du flux** de la première année ;
- La durée de sortie de crise est définie, dans le cadre du modèle, comme **la durée nécessaire pour que la performance atteigne le niveau** qui était prévu en première année du plan pré-crise. Cette période

de « recovery » est, comme pour le plan pré-crise, modélisé au travers de flux à taux de croissance constant (et donc dépendant à la fois de l'ampleur de la crise et de sa durée) ;

- La période de rattrapage (en nombre d'années) connaît une réduction progressive de l'écart temporel engendré par la durée de sortie de crise (une durée infinie ramène au scénario par défaut de décalage temporel perpétuel) ;
- La décote du secteur (en % du flux normatif) permet alternativement de rendre compte d'une situation où le secteur considéré serait irrémédiablement affecté par la crise (marché en décote par rapport aux anticipations de long terme initiales).

Pour chaque société cotée, le travail¹⁷ à mener consiste alors à calibrer les trois paramètres retenus de telle manière que le nouveau plan d'affaires ainsi formé, valorisé par DCF (au taux d'actualisation pré-crise), corresponde peu ou prou à la valeur d'entreprise décollant de la capitalisation boursière de crise.

Ce travail appelle les commentaires suivants :

- Des triplets de paramètres distincts peuvent conduire à la même valeur (le décalage de l'un pouvant être compensé par le décalage de l'autre) : le travail à mener consiste précisément à calibrer les triplets en s'appuyant également sur la réalité opérationnelle (par exemple une crise et sortie de crise étalées sur six mois est d'ores et déjà impossible) et sur les éléments disponibles (par exemple les notes d'analystes financiers voire les re-prévisions des sociétés cotées).
- L'exercice étant mené sur plusieurs sociétés comparables, le travail de calibrage des triplets peut être facilité par le fait que certains d'entre eux sont probablement

convergeants au sein d'un même secteur : tel pourrait être le cas, par exemple, de la durée de la crise et de la relance, voire de l'existence d'une phase de rattrapage.

🎯 CALIBRAGE DES PARAMÈTRES

Dans la mesure où les effets de la crise ne sont pas modélisés par un seul mais par trois paramètres, la méthode ne détermine pas directement chaque paramètre.

Il convient de faire preuve de bon sens dans l'analyse des différents comparables pour inférer les bons triplets.

Bien entendu les fluctuations des cours de Bourse montrent que les triplets sont mouvants : mais certains paramètres sont plus sensibles que d'autres, et 2 des 3 paramètres sont plus probablement communs à tous les comparables, ce qui facilite l'encadrement des paramètres.

Une fois ces travaux menés, **l'information de marché n'est plus uniquement représentée sous la forme d'une décote** peu évocatrice et à l'ampleur relativement volatile, mais **sous une forme plus opérationnelle et parlante**, par exemple : entre 18 et 24 mois de décalage temporel, pas de rattrapage vers le plan pré-crise ni de décote, perte initiale de performance entre 40 et 80 %.

Ces éléments ressortant de l'analyse « analogique » constitueront ainsi un point de départ intéressant à partir duquel il sera vraisemblablement plus aisé de caractériser et positionner la société à évaluer :

- Lorsque **des re-prévisions ont été élaborées**, elles pourront être confrontées à l'analyse des comparables afin de (i) conforter les re-prévisions, (ii) le cas échéant mieux diriger les zones à argumenter (par exemple car en contraste par rapport aux comparables), (iii) enfin éventuellement envisager une

prime de risque (par exemple si ces re-prévisions ne paraissent pas élaborées selon le même niveau de risque que les comparables).

- **Lorsqu'aucune re-prévision** (au-delà de celle de la première année, qui apparaît difficilement dispensable) n'a pu être élaborée, l'exercice d'évaluation est nécessairement plus contraint et moins précis, dans certains cas il peut d'ailleurs être déraisonnable de conclure à un intervalle de valeurs en son absence.

La connaissance des caractéristiques de la société à évaluer seront à analyser sous l'aune de leurs incidences potentielles sur les paramètres de crise, (i) soit pour les aligner sur ceux ressortant du marché, (ii) soit pour envisager de les amender (ex. la société bénéficie-t-elle d'atouts particuliers la rendant plus résiliente ? Son positionnement géographique ou sur des gammes premium ou autre etc., lui permet-elle de considérer une sortie de crise légèrement plus rapide que ses pairs ? Sa structure financière pèsera-t-elle dans sa capacité à investir lors de la relance et donc à ralentir quelque peu sa sortie de crise ? etc.).



17. Le présent document présente en fin de chapitre des tables permettant de faciliter ce travail puisque l'incidence de chaque paramètre est directement exprimée sous forme de multiple ajusté

4. MODÉLISATION ET LIEN AUX APPROCHES PAR LES REVENUS

Dès lors que les paramètres de la crise ont été arrêtés (le cas échéant en intervalle plutôt que selon une valeur unique), il devient par construction possible de bâtir le plan de crise à partir du plan pré-crise.

Dans le cadre d'une approche par les revenus, la démarche précédente aura surtout servi à documenter le niveau de cohérence du plan de la société à évaluer par rapport à ses pairs (à niveau de risque équivalent et calé sur le risque pré-crise) ; à l'occasion de cette analyse, le plan d'affaires sera éventuellement actualisé en intégrant une prime de risque (décote susceptible d'être calibrée à partir de la démarche explicitée dans le chapitre précédent). Cela étant, le profil particulier des prévisions de crise peut engendrer quelques risques dans la mise en œuvre des DCF, abordés plus loin dans ce chapitre.

Dans le cadre d'une approche analogique, le calcul DCF doit rester implicite : il est ici mené dans le cadre de la modélisation, de manière à pré-calculer des multiples ajustés prêts à l'emploi. Le présent document décline cette approche au cas des 3 paramètres retenus pour modéliser les effets de la crise –avec les réserves d'emploi déjà émises précédemment.

RISQUES LIÉS À UNE TRONCATURE PRÉMATURÉE DES PRÉVISIONS

Le risque principal, déjà évoqué, réside en la période couverte par le plan (par exemple 5 ans), qui pourrait tronquer le plan avant son retour à des niveaux d'activité normatifs.

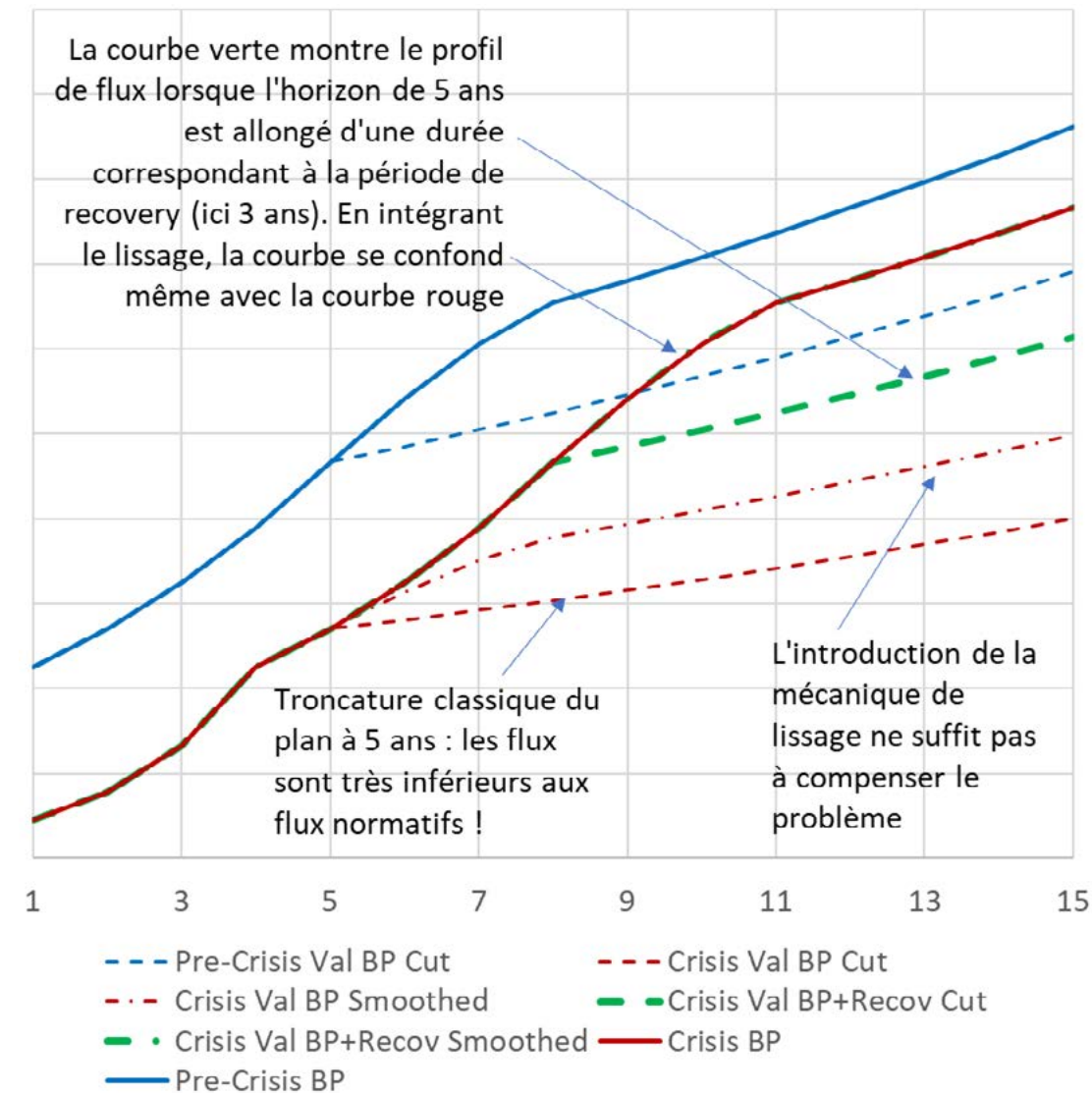


Figure 10 : Les 4 BP de crise alternatifs, selon l'année de troncature des flux et l'introduction ou non d'un horizon intermédiaire (exemple sans catch-up period)

La figure 10 expose clairement l'ampleur du risque de sous-évaluation encouru : toute méthodologie qui se réfère aux prévisions pré-crise en les décalant d'une manière ou d'une autre dans le temps (comme c'est le cas dans la modélisation illustrative du présent document) présente un tel risque, qu'il est aisé d'éviter en allongeant l'horizon usuel du plan.

ÉTENDRE L'HORIZON DES PRÉVISIONS

Dans la plupart des cas, l'horizon usuel d'élaboration des prévisions devra être allongé, afin d'éviter un risque de sous-estimation.

Le prolongement des prévisions n'est a priori pas aisé dans un contexte de moindre visibilité. Les **méthodologies fondées sur un décalage temporel par rapport aux prévisions pré-crise** permettent d'éviter de bâtir des prévisions lointaines ex-nihilo tout en leur conférant une forme de documentation (la pertinence d'une approche par décalage, avec ou sans retraitements, reste néanmoins à argumenter, par exemple par l'analyse des sociétés cotées, ou encore du fait d'une pratique réelle des clients au report des contrats en cours etc.).

Si la troncature du plan d'affaires engendre le plus souvent un risque de sous-évaluation, il est des cas où cette troncature, associée à la technique précédemment décrite de lissage de la croissance par introduction d'un horizon intermédiaire, peut conduire au contraire à une sur-évaluation.

En effet, dans les cas où le plan s'achève sur une forte dynamique haussière car en situation de fin de relance, l'extension du plan par un horizon intermédiaire peut conduire à reconduire trop longtemps cette dynamique, et au final à former un niveau normatif (auquel s'applique le taux de croissance long terme) trop élevé comme le montre la figure 11.

MULTIPLES AJUSTÉS EN FONCTION DES PARAMÈTRES DE CRISE

De manière à illustrer le caractère concret d'une démarche de mise en relation des multiples de marché avec des facteurs prévisionnels davantage caractéristiques d'une approche par les revenus, le présent document décline le modèle à 3 paramètres jusqu'à son expression sous forme de multiple ajusté. Le multiple ajusté est présenté de la manière suivante :

- Il est exprimé en multiple de free cash flows de l'année 1 de la prévision pré-crise¹⁸
- Il part du multiple pré-crise, et propose 3 ajustements à cumuler suivant la figure 12. Le troisième ajustement est positif dans le cas d'un scénario de rattrapage (gauche de la figure 12), nul dans le cas par défaut de décalage causé par la crise non rattrapable, négatif dans le cas d'un scénario d'atteinte irrémédiable au secteur (droite de la figure 12)

Par exemple, le multiple ajusté pourrait se présenter comme suit :

- **Multiple pré-crise : 17.6x Désactualisation de 24 mois (WACC 9 %) : -2.8x**
- Valeur crise+recovery (flux initial -67%) : +0.8x
- Valeur du rattrapage (scenario sans catch-up ni décote) : +0.0x
- **Multiple de crise : 15.6x**

Le modèle peut ensuite être étudié en sensibilité, qui peuvent être également des motifs de variations entre la société à évaluer et son panel de comparables (ex. augmenter de 6 mois la durée du recovery amène à un ajustement de -4,0x sur le différé et à une valeur crise+recovery de +1.3x, soit une baisse globale de -0.7x donc de 4 % de baisse additionnelle par rapport à la valeur pré-crise).

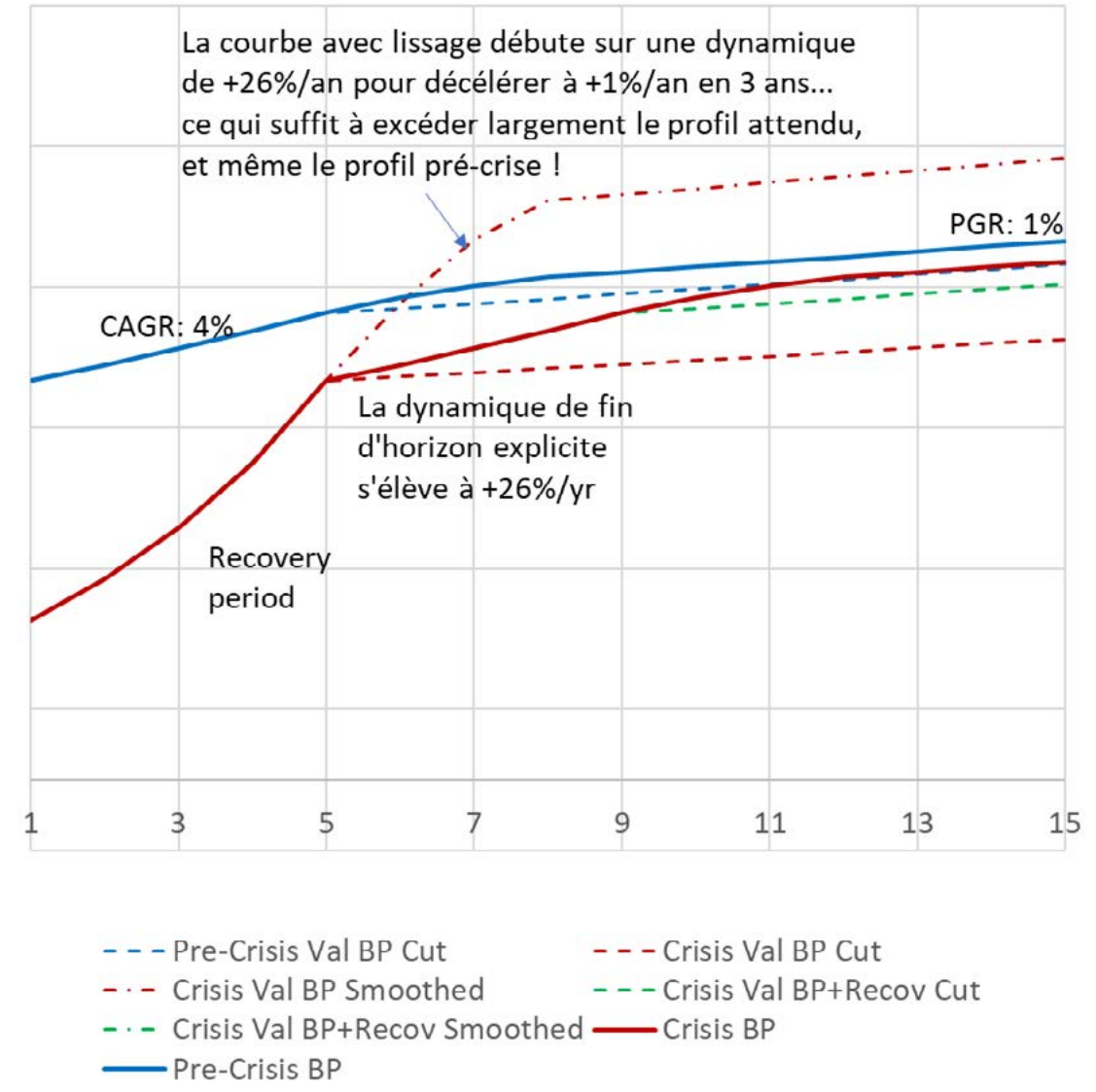


Figure 11 : Cas où le lissage de la croissance de fin de plan de crise conduit à une surévaluation

La figure 11 montre que la croissance de fin de plan devrait se tarir de manière substantiellement plus rapide que ne le dispose la technique de lissage.

La technique de lissage doit donc être maniée avec précaution en temps de crise. Notamment, il convient de se référer aux prévisions pré-crise pour s'assurer du positionnement relatif des chroniques pré-crise et de crise, et éviter ainsi les prolongements de chroniques manifestement incohérents.

ANALYSER LA SOURCE DE LA DYNAMIQUE DE CROISSANCE EN FIN DE PLAN

Dans les cas où cette croissance est dynamisée par la sortie de crise, la technique du lissage risque de surestimer les flux positionnés à proximité du plan, et en conséquence le flux terminal.

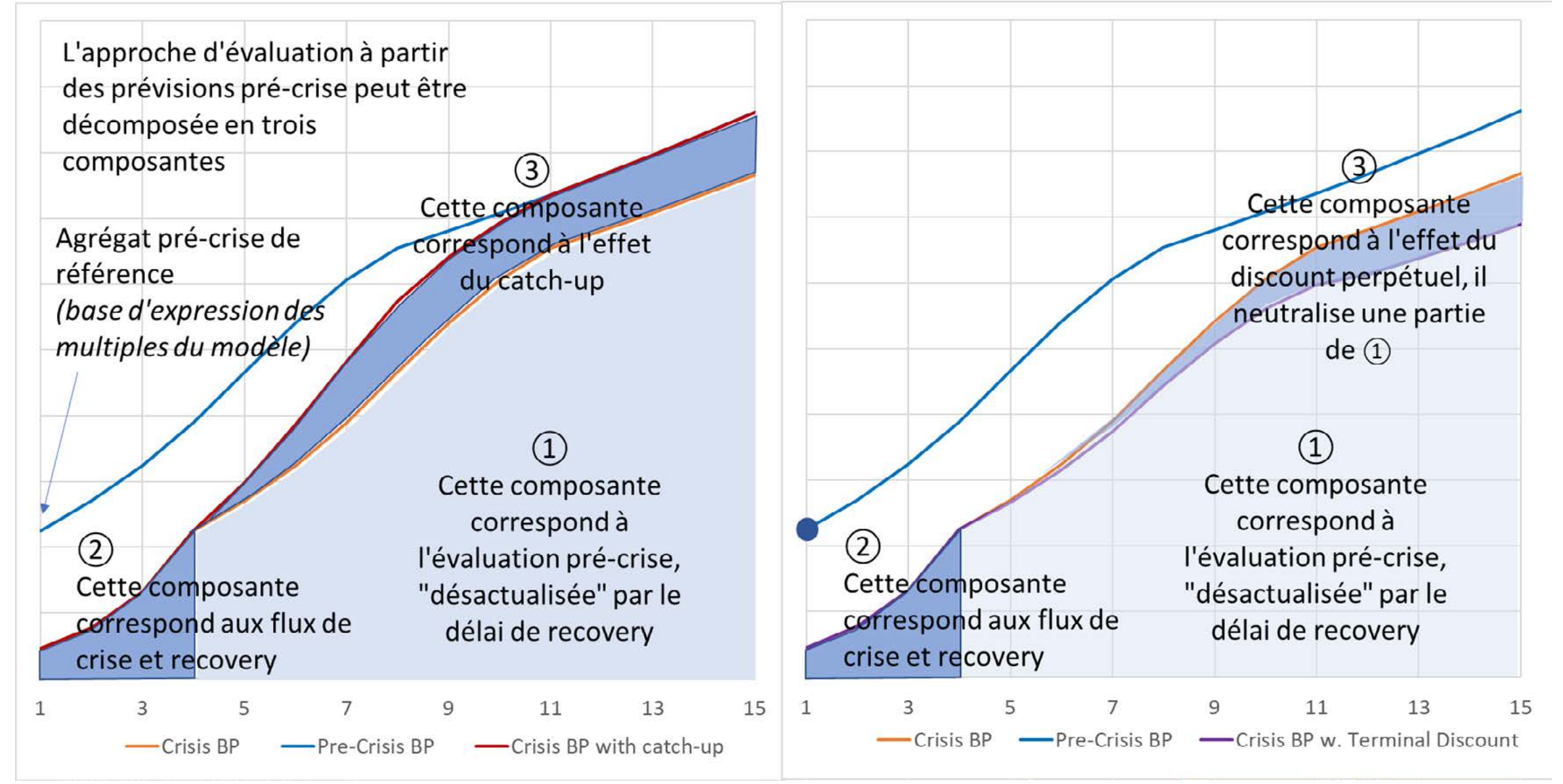


Figure 12 : Décomposition de la valeur en trois composantes

Les **tables d'ajustement de multiples** présentées ci-après sont élaborées en utilisant les paramétrages du modèle (hyper-paramètres) de plans d'affaires sur 5 ans, d'un lissage de 3 ans, d'une croissance de long terme de 1 %.

Elles couvrent :

- le **différé temporel** de la crise et son recovery (figure 13),
- les **flux durant la crise** (figure 14).

Pour ce qui concerne le rattrapage, le modèle dépend d'un nombre de paramètres important par rapport aux enjeux.

De ce fait, une table d'ajustement est **également présentée** (figure 15a), elle rend toutefois directement compte de **l'effet du rattrapage le plus rapide**, donc

de l'ajustement maximal (à savoir un rattrapage en 1 an). Si le rattrapage existe, il est probablement plus long, et la table permet à tout le moins d'appréhender l'ordre de grandeur de l'enjeu (le modèle doit être établi sur tableur pour calculer les incidences exactes, mais la durée du rattrapage n'est par essence pas un paramètre aisé à prévoir de manière fine, il s'étudie plutôt en sensibilité).

Pour ce qui concerne la décote perpétuelle, une **table d'ajustement** est présentée (figure 15b). Cette table correspond à une **décote de -5 %** : sachant que l'ajustement est proportionnel à ce paramètre, il est aisé de l'adapter à chaque cas.

18. Il s'agit d'un modèle, il peut ensuite être postulé en première approche que le ratio FCF/EBITDA ou FCF/EBIT est stable, ou a contrario passet d'un agrégat à l'autre de manière plus précise, en fonction des situations

TABLE DES AJUSTEMENTS DE MULTIPLES EN FONCTION DE LA DURÉE DE LA CRISE

Les ajustements de la figure 13 rendent compte de l'effet du différé temporel occasionné par la crise et sa relance (la « recovery period » est la période avant retour à une performance correspondant à celle de la première année du plan pré-crise).

Exemple : une société était valorisée en période pré-crise 9.2x son EBITDA (compte tenu d'un taux de CIT de 25 % et d'un taux de CAPEX/EBITDA de 30 %, 17.6x son FCF), avec un CAGR de prévisions pré-crise de 8 %. Les tables de la figure 13 infèrent en conséquence un WACC de l'ordre de 9 %. Elles permettent également d'appréhender l'incidence de la durée de la crise : de -1.4x FCF à -6.2x FCF pour une durée entre 1 et 5 ans (soit de -8 % à -35 % de la valeur pré-crise). Par exemple pour une recovery period de 30 mois, l'incidence s'élèverait à -3.4x FCF (-19 % de la valeur pré-crise).

Discount Rate	BP CAGR	Pre-crisis EV (in x FCF)	Recovery period				
			1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
5%	1%	25.6x	-1.2x	-2.4x	-3.5x	-4.5x	-5.5x
	3%	28.2x	-1.3x	-2.6x	-3.8x	-5.0x	-6.1x
	5%	31.0x	-1.5x	-2.9x	-4.2x	-5.5x	-6.7x
	7%	34.0x	-1.6x	-3.2x	-4.6x	-6.0x	-7.4x
	9%	37.3x	-1.8x	-3.5x	-5.1x	-6.6x	-8.1x
	11%	40.9x	-1.9x	-3.8x	-5.6x	-7.3x	-8.9x

Discount Rate	BP CAGR	Pre-crisis EV (in x FCF)	Recovery period				
			1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
7%	1%	17.2x	-1.1x	-2.2x	-3.2x	-4.1x	-4.9x
	3%	18.9x	-1.2x	-2.4x	-3.5x	-4.5x	-5.4x
	5%	20.6x	-1.3x	-2.6x	-3.8x	-4.9x	-5.9x
	7%	22.5x	-1.5x	-2.9x	-4.1x	-5.3x	-6.5x
	9%	24.6x	-1.6x	-3.1x	-4.5x	-5.8x	-7.1x
	11%	26.9x	-1.8x	-3.4x	-4.9x	-6.4x	-7.7x

Discount Rate	BP CAGR	Pre-crisis EV (in x FCF)	Recovery period				
			1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
9%	1%	13.1x	-1.1x	-2.1x	-3.0x	-3.8x	-4.6x
	3%	14.2x	-1.2x	-2.2x	-3.2x	-4.1x	-5.0x
	5%	15.5x	-1.3x	-2.4x	-3.5x	-4.5x	-5.4x
	7%	16.8x	-1.4x	-2.7x	-3.8x	-4.9x	-5.9x
	9%	18.3x	-1.5x	-2.9x	-4.2x	-5.3x	-6.4x
	11%	19.9x	-1.6x	-3.1x	-4.5x	-5.8x	-7.0x

Discount Rate	BP CAGR	Pre-crisis EV (in x FCF)	Recovery period				
			1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
11%	1%	10.5x	-1.0x	-2.0x	-2.8x	-3.6x	-4.3x
	3%	11.4x	-1.1x	-2.2x	-3.1x	-3.9x	-4.6x
	5%	12.4x	-1.2x	-2.3x	-3.3x	-4.2x	-5.0x
	7%	13.4x	-1.3x	-2.5x	-3.6x	-4.6x	-5.4x
	9%	14.5x	-1.4x	-2.7x	-3.9x	-5.0x	-5.9x
	11%	15.7x	-1.6x	-3.0x	-4.2x	-5.4x	-6.4x

Discount Rate	BP CAGR	Pre-crisis EV (in x FCF)	Recovery period				
			1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
13%	1%	8.9x	-1.0x	-1.9x	-2.7x	-3.4x	-4.1x
	3%	9.6x	-1.1x	-2.1x	-2.9x	-3.7x	-4.4x
	5%	10.3x	-1.2x	-2.2x	-3.2x	-4.0x	-4.7x
	7%	11.1x	-1.3x	-2.4x	-3.4x	-4.3x	-5.1x
	9%	12.0x	-1.4x	-2.6x	-3.7x	-4.6x	-5.5x
	11%	13.0x	-1.5x	-2.8x	-4.0x	-5.0x	-5.9x

Figure 13 : effet sur les multiples de FCF du différé temporel engendré par la crise

TABLE DES AJUSTEMENTS DE MULTIPLES EN FONCTION DES FLUX DE CRISE

La période de crise est modélisée à partir de la baisse initiale de performance sur la première année, puis le taux de croissance annuel est automatiquement calculé pour retrouver la performance de la première année à l'issue de la « recovery period » déjà présentée dans l'ajustement précédent.

Exemple : la société de l'exemple précédent infère une chute de 80 % de sa performance de la première année, et une recovery period de 30 mois¹⁹ : compte tenu de son WACC de 9 %, l'ajustement à introduire ici s'élèverait à environ +0.8x FCF, nuancant ainsi l'ajustement précédent de -3.4x FCF, pour un effet net de --2.6x FCF (-15 % de la valeur pré-crise).

Discount Rate	Initial Step-down	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
5%	-90%	0.1x	0.4x	0.7x	1.0x	1.3x
	-80%	0.2x	0.6x	1.0x	1.4x	1.8x
	-60%	0.4x	1.0x	1.5x	2.1x	2.6x
	-40%	0.6x	1.3x	2.0x	2.6x	3.3x
	-20%	0.8x	1.6x	2.4x	3.2x	3.9x
	0%	1.0x	1.9x	2.8x	3.6x	4.4x

Discount Rate	Initial Step-down	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
9%	-90%	0.1x	0.4x	0.7x	0.9x	1.2x
	-80%	0.2x	0.6x	1.0x	1.3x	1.6x
	-60%	0.4x	0.9x	1.5x	1.9x	2.3x
	-40%	0.6x	1.3x	1.9x	2.4x	3.0x
	-20%	0.8x	1.6x	2.3x	2.9x	3.5x
	0%	1.0x	1.8x	2.6x	3.4x	4.1x

Discount Rate	Initial Step-down	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
13%	-90%	0.1x	0.4x	0.6x	0.8x	1.0x
	-80%	0.2x	0.6x	0.9x	1.2x	1.5x
	-60%	0.4x	0.9x	1.4x	1.8x	2.1x
	-40%	0.6x	1.2x	1.8x	2.3x	2.7x
	-20%	0.8x	1.5x	2.2x	2.7x	3.2x
	0%	0.9x	1.8x	2.5x	3.2x	3.7x

Figure 14 : Valeur des flux durant la phase de crise et relance (recovery period)

19. La chute de 80 % et la durée de la crise de 30 mois peuvent utilement être confrontées aux comparables, plus finement encore lorsque des re-prévisions sont accessibles. La durée de la crise est sans doute un paramètre plus partagé, la baisse de performance initiale plus diverse : la documentation de l'évaluation pourra s'attacher à expliciter les écarts assumés avec les comparables.

TABLE DES AJUSTEMENTS MAXIMAUX DE MULTIPLES PAR RATTRAPAGE TEMPOREL

Ces tables rendent compte de la valeur additionnelle créée, par rapport aux ajustements précédents, par un rattrapage des flux prévisionnels vers les prévisions pré-crise.

Seul l'ajustement maximal est exposé dans les tables suivantes (ie rattrapage en 1 an après la recovery period).

Exemple : la société de l'exemple précédent peut envisager un ajustement maximal de +0.9x en cas d'existence d'un rattrapage. Si ce rattrapage s'étale sur une longue durée (du type 8-9 ans), alors l'ajustement est substantiellement plus faible, avec un enjeu probablement moitié moindre... Il convient de disposer de solides arguments en faveur de l'existence d'un rattrapage sur son secteur pour envisager cet ajustement (en intervalle de valeurs plus ou moins large selon si les tables sont ou non complétées par un calcul sur tableur).

Discount Rate	BP CAGR	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
5%	1%	0.2x	0.4x	0.6x	0.8x	1.0x
	3%	0.3x	0.6x	0.9x	1.1x	1.3x
	5%	0.5x	0.8x	1.2x	1.4x	1.6x
	7%	0.6x	1.1x	1.5x	1.8x	2.0x
	9%	0.7x	1.3x	1.8x	2.2x	2.4x
	11%	0.9x	1.6x	2.2x	2.6x	2.9x

Discount Rate	BP CAGR	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
7%	1%	0.2x	0.3x	0.4x	0.5x	0.6x
	3%	0.2x	0.4x	0.6x	0.7x	0.8x
	5%	0.3x	0.6x	0.8x	1.0x	1.1x
	7%	0.4x	0.8x	1.1x	1.2x	1.4x
	9%	0.6x	1.0x	1.3x	1.6x	1.7x
	11%	0.7x	1.2x	1.6x	1.9x	2.1x

Discount Rate	BP CAGR	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
9%	1%	0.1x	0.2x	0.3x	0.3x	0.4x
	3%	0.2x	0.3x	0.4x	0.5x	0.6x
	5%	0.3x	0.5x	0.6x	0.7x	0.8x
	7%	0.4x	0.6x	0.8x	1.0x	1.0x
	9%	0.5x	0.8x	1.1x	1.2x	1.3x
	11%	0.6x	1.0x	1.3x	1.5x	1.6x

Discount Rate	BP CAGR	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
11%	1%	0.1x	0.2x	0.2x	0.3x	0.3x
	3%	0.2x	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x
	5%	0.2x	0.4x	0.5x	0.6x	0.6x
	7%	0.3x	0.5x	0.7x	0.8x	0.8x
	9%	0.4x	0.7x	0.9x	1.0x	1.0x
	11%	0.5x	0.9x	1.1x	1.2x	1.3x

Discount Rate	BP CAGR	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
13%	5%	0.1x	0.1x	0.2x	0.2x	0.2x
	7%	0.1x	0.2x	0.3x	0.3x	0.4x
	9%	0.2x	0.3x	0.4x	0.5x	0.5x
	11%	0.3x	0.5x	0.6x	0.7x	0.7x
	0%	0.4x	0.6x	0.8x	0.8x	0.9x
	8%	0.5x	0.8x	1.0x	1.1x	1.1x

Figure 15a : Valeur d'un rattrapage des flux pré-crise très rapide (ie catch-up period d'un an après la recovery period)

TABLE DES AJUSTEMENTS DE MULTIPLES DU FAIT D'UNE DÉCOTE PERPÉTUELLE

Les tables présentées ci-après ont été établies sous hypothèse d'une décote de -5 %. Les ajustements de multiples sont proportionnels au niveau de décote, et peuvent donc aisément être adaptés à tous niveaux de décote.

Exemple : la société de l'exemple précédent se trouve dans un secteur durablement affecté par la crise. Le dommage au secteur est estimé à 2 %. Dans ce cas, l'ajustement pour décote perpétuelle serait de l'ordre de -0.2x (2%/5% x l'ajustement figurant en table, pour tenir compte de la proportionnalité de l'ajustement au niveau de décote).

Discount Rate	BP CAGR	Recovery period				
		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
5%	3%	-1.1x	-1.1x	-1.0x	-1.0x	-0.9x
	7%	-1.4x	-1.3x	-1.3x	-1.2x	-1.2x
	11%	-1.7x	-1.6x	-1.6x	-1.5x	-1.4x
7%	3%	-0.7x	-0.6x	-0.6x	-0.6x	-0.5x
	7%	-0.9x	-0.8x	-0.7x	-0.7x	-0.6x
	11%	-1.0x	-1.0x	-0.9x	-0.8x	-0.8x
9%	3%	-0.5x	-0.4x	-0.4x	-0.4x	-0.3x
	7%	-0.6x	-0.5x	-0.5x	-0.5x	-0.4x
	11%	-0.7x	-0.6x	-0.6x	-0.5x	-0.5x
11%	3%	-0.4x	-0.3x	-0.3x	-0.3x	-0.2x
	7%	-0.4x	-0.4x	-0.3x	-0.3x	-0.3x
	11%	-0.5x	-0.5x	-0.4x	-0.4x	-0.3x
13%	3%	-0.3x	-0.2x	-0.2x	-0.2x	-0.2x
	7%	-0.3x	-0.3x	-0.3x	-0.2x	-0.2x
	11%	-0.4x	-0.4x	-0.3x	-0.3x	-0.2x

Figure 15b : Valeur d'une décote perpétuelle de -5 %

ILLUSTRATION DE L'UTILISATION DU MODÈLE SUR UN EXEMPLE THÉORIQUE

Reprenons les exemples des sociétés A et B introduites dès les figures 1 et 4 :

Société cotée A	N budget	N+1 plan	N+2 plan	CAGR	EV	EV / Pré-crise N
BP pré-crise (EBITDA)	106	115	123	8%	980	9.2x
BP pré-crise (FCF)	56	60	65	8%	980	17.6x

Société cotée B	N budget	N+1 plan	N+2 plan	CAGR	EV	EV / Pré-crise N
BP pré-crise (EBITDA)	110	124	150	17%	1,100	10.0x
BP pré-crise (FCF)	58	65	79	17%	1,100	19.0x

Figure 16 : rappel des données pré-crise des sociétés A et B

Ces éléments permettent tout d'abord d'inférer les WACC implicites pré-crise, en consultant les tables de la figure 13 : 9 % pour A et de 11 à 12 % pour B (l'écart entre ces 2 WACC de sociétés du même secteur peut tenir au volontarisme du plan d'affaires de B, acheté partiellement par le marché).

Dans un premier temps, la crise a conduit à une baisse de 18 % de la valeur d'entreprise de marché de la société A, resp. de 24 % pour la société B (cf figures 1 et 4). Il s'agit alors de déterminer les triplets

de paramètres de crise (ampleur de la baisse initiale, durée de la crise, durée de rattrapage) raisonnablement applicables au secteur et rationalisant les baisses de cours.

Le secteur ne semble pas pouvoir bénéficier d'un rattrapage, ni de décote perpétuelle : le temps perdu sur les plans de marche l'est définitivement, mais le potentiel de marché est préservé. Dans ce cadre, il reste deux paramètres à déterminer.

L'émission de re-prévisions, ne serait-ce que sur l'année N, réduit le champ des couples de paramètres possibles et facilite donc quelque peu l'exercice :

Société cotée A	N budget	EV	EV / Pré-crise N
BP crise (EBITDA)	35	815	7.7x
BP crise (FCF)	18	815	14.6x

Société cotée B	N budget	EV	EV / Pré-crise N
BP crise (EBITDA)	20	820	7.5x
BP crise (FCF)	11	820	14.2x

Figure 17 : émission des re-prévisions N de crise des sociétés A et B

La baisse initiale pour A s'élève à -65 %, et à -118 % pour B.

La confrontation des figures 13 et 14 permettent d'inférer une durée de recovery d'environ 4 ans pour retrouver une baisse de valeur de marché de $14.6x - 17.6x = -3.0x$ (ajustement par différé de $-5.1x$, nuancé d'une valeur en période de recovery de $+1.9x$), voire un peu moins (à un trimestre près, la méthode n'est bien entendu pas aussi précise compte tenu des fluctuations des cours de Bourse).

Pour la société B, les tables sont moins aisées à utiliser car la baisse initiale supérieure à 100 % est hors de leur champ

(c'était déjà le cas pour la croissance CAGR du plan pré-crise de 17 %). Les extrapolations sont néanmoins possibles, tout comme quelques astuces : par exemple, une approximation pour la valeur en période de recovery consiste à se référer dans les tables à la baisse initiale de -90 %, et de corriger ses incidences à la baisse de 28 % ($90\% - 118\%$) x recovery period divisée par deux, soit environ $15\% \times$ recovery period. Ce faisant, la confrontation des tables des figures 13 et 14 permettent d'inférer une durée de recovery d'environ 3 ans.

L'approche sectorielle ferait ainsi état des paramètres de crise suivants :

- Une ampleur initiale de la crise forte sur le secteur, mais dispersée (entre -65 et -120 %) ;
- Une durée avant recovery de l'ordre de 3 à 4 années.

En pratique, une fois les re-prévisions des sociétés A et B communiquées, il pourra être observé dans ces cas que la période de recovery des re-prévisions semble plutôt de l'ordre de 2 ans :

Société cotée A	N budget	N+1 plan	N+2 plan	CAGR	EV	EV / Pré-crise N
BP pré-crise (EBITDA)	106	115	123	8%	980	9.2x
BP pré-crise (FCF)	56	60	65	8%	980	17.6x
BP crise (EBITDA)	35	60	107	75%	815	7.7x
BP crise (FCF)	18	32	56	75%	815	14.6x

Société cotée B	N budget	N+1 plan	N+2 plan	CAGR	EV	EV / Pré-crise N
BP pré-crise (EBITDA)	110	124	150	17%	1,100	10.0x
BP pré-crise (FCF)	58	65	79	17%	1,100	19.0x
BP crise (EBITDA)	20	48	107		820	7.5x
BP crise (FCF)	11	25	56		820	14.2x

Figure 18 : Re-prévisions de crise des sociétés A et B (cf aussi figures 1 et 4)

Le modèle suggère donc que les marchés « n'achètent » pas la dynamique des re-prévisions des sociétés A et B, en tout cas pas avec le même couple risque-rémunération qu'en situation de pré-crise.

Concernant l'analyse des paramètres de crise des comparables A et B ci-dessus, à la lumière de la situation spécifique de la société à évaluer :

- Après analyse, la société à évaluer considère disposer d'une argumentation solide pour rationaliser le fait que la baisse initiale de performance qu'elle devrait connaître sera de l'ordre de -30 %, la positionnant ainsi comme une société plus résiliente que ses comparables (à moins que ce soit sa prévision pré-crise qui était très conservatrice).
- En revanche, rien ne permet à la société de considérer que la période de sortie de crise sera plus ou moins longue que ses pairs.

Dans le cadre des multiples ajustés, l'analyse des figures 13 et 14 permettent de fournir un premier

ajustement de -4.2x à -5.4x (entre 3 et 4 ans de différé), et un second ajustement de +2.0x à +2.6x, pour un net entre -2.0x et -2.8x, soit une baisse de valeur par rapport à la valeur pré-crise située entre -12 et -15 %.

A noter qu'une approche consistant à se caler sur une période de recovery sur 2 ans aurait conduit à un ajustement de $-2.9x + 1.4x = -1.5x$, soit une baisse de valeur de -9 %, portée à -15 % en ajoutant la décote de 6 % du marché explicitée ci-avant.

De même, dans le cadre d'une approche par les revenus intégrant des flux prévisionnels avec une période de recovery de 2 ans, une prime de risque de 50 pb pourra alors être appliquée compte tenu de l'analyse précédente.

Si les marchés s'étaient alignés sur une durée de 2 ans, alors les décotes de valeurs sur les sociétés A et B auraient été, par lecture des figures 13 et 14, resp. de -1.9x et -3.7x, soit resp. de -11 % et -19 % des valeurs pré-crise, plutôt que les -17 % et -25 % constatés.

En d'autres termes, la prise en compte d'une durée de crise de 2 ans est possible, mais ce scénario conduit alors à une décote de l'ordre de 6 % des valeurs pré-crise (au besoin, la figure 13 permet de traduire cette décote en son équivalent prime de risque, de l'ordre de 50 pb sur le WACC des sociétés A et B).

Pour finaliser l'illustration jusqu'à l'application à la société à évaluer, reprenons le cas présenté en figure 7, et rappelé ci-dessous :

Société à évaluer	N-1 constaté	N budget	N+1 plan	N+2 plan
BP pré-crise (EBITDA)	100	114		
Reprévision		80	80	114

Complétons l'exemple abordé en figure 7 en indiquant que le multiple N d'EBITDA en situation pré-crise ressortait à 9.0x (ou encore 17.1x le FCF N) pour un CAGR de l'ordre de +10 %.

La figure 13 permet d'inférer un WACC implicite de 10 % (si par exemple le WACC sectoriel s'élevait à 9 %, correspondant à la situation de A, alors la société à évaluer se voyait appliquer une prime de 1 %, par exemple pour illiquidité ou autre).



5. MODÉLISATION ET SITUATION DE MARCHÉ

Les analyses doivent naturellement être menées au niveau de chaque secteur. Le présent document ne vise pas à mener de telles études pour un panel de secteurs d'activité.

De manière beaucoup plus grossière – et donc contestable –, il est intéressant d'étudier quelques données de valeurs ressortant d'indices de sociétés cotées. Les sociétés du CAC 40 ont été retenues, et ont fait l'objet d'une observation des cours au 22/04/2020, et un an plus tôt.

Pour ces données, outre le cours de Bourse, les anticipations de profits ont été retracées au travers de consensus d'analystes financiers (source : Capital IQ). Les caractéristiques de répartition suivantes ont pu être extériorisées :

La dynamique de croissance des bénéfices en situation pré-crise, selon les consensus d'analystes, s'étend majoritairement entre +7 et +12 % par an (figure 19). Pour ce qui concerne la baisse initiale de performance, en 2020, celle-ci s'étend majoritairement entre -40 % et -15 %. Enfin, la re-prévision de 2022 semble se situer à un niveau entre -5 et +5 % de la prévision pré-crise pour 2020, avec donc une tendance à un recovery en 2 ans (souvent entre 1 an et demi et 2 ans et demi).

En considérant un WACC entre 8 % et 9 %, la mise en œuvre de la modélisation présentée dans le document, en utilisant les figures 13 et 14, permet d'approcher la baisse de valeur qui découlerait d'une durée de recovery de 2 ans, présentée ci-après.

Les multiples ajustés appliqués à des paramètres centraux du CAC 40 (ie dynamique prévisionnelle des prévisions pré-crise, baisse de la performance 2020) conduisent à inférer une incidence de l'ordre de -8 à -9 % sur la valeur d'entreprise.

Or, les cours de Bourse ont pour leur part connu une baisse de l'ordre de -19 % en moyenne (moyennant un intervalle large, cf figure 21), à ramener

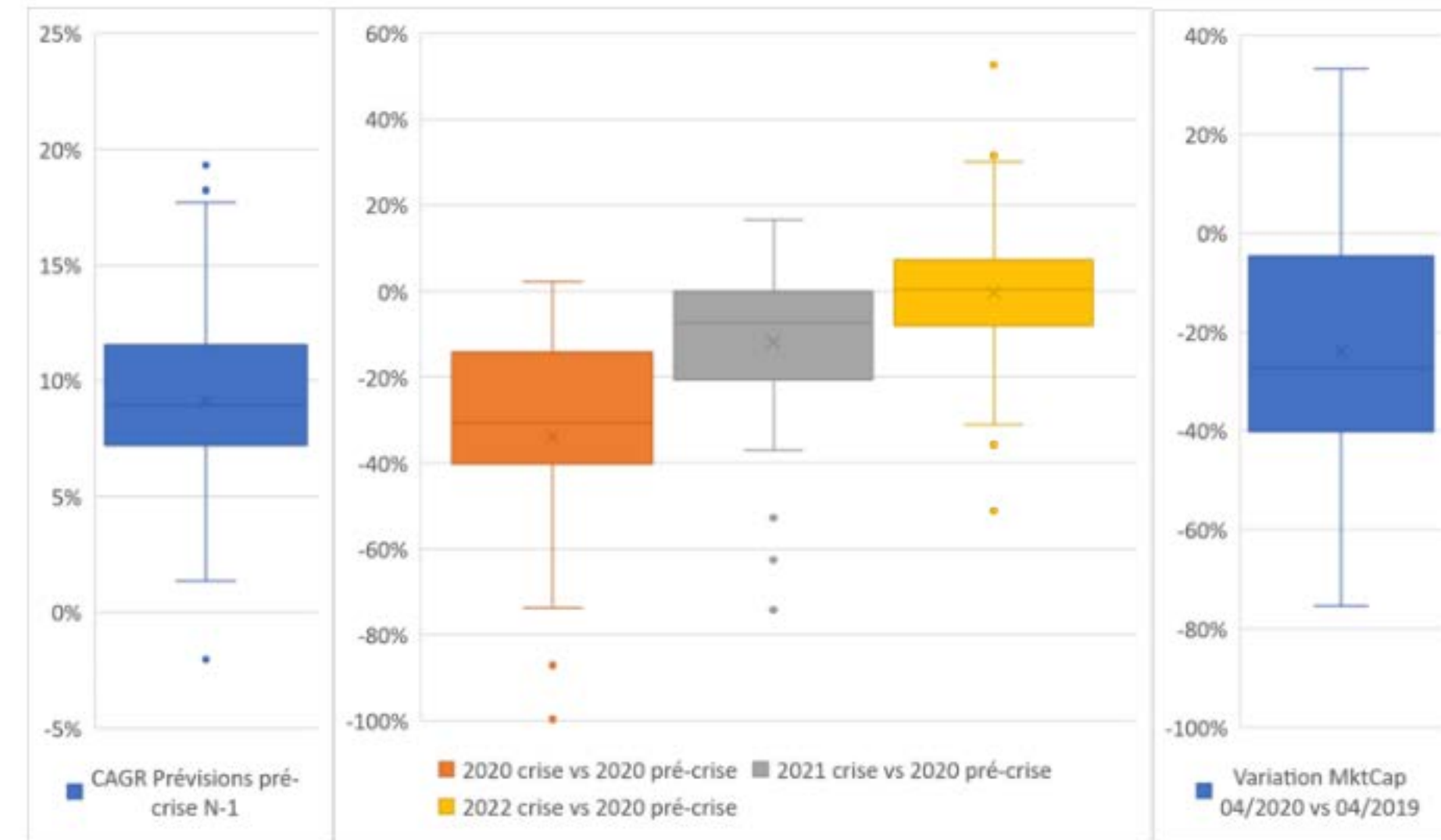


Figure 19 : Répartitions des CAGR de bénéfices prévisionnels à 04/2019 (pré-crise)

Figure 20 : Répartitions des écarts entre consensus de prévisions 04/2020 et prévision 2020 pré-crise

Figure 21 : Répartitions des évolutions de capitalisation boursière entre 04/2019 et 22/04/2020

vraisemblablement entre -11 % et -17 % lorsqu'exprimé en terme de valeur d'entreprise (en fonction du ratio d'endettement). Les marchés financiers introduisent donc une décote additionnelle de l'ordre de -3 à -9 % : les marchés intégreront donc une prime de risque sur les scénarii de prévisions à recovery en 2 ans, entre 30 pb et 100 pb

WACC : 9%

CAGR	xFCF 2020 pré-crise	Baisse de performance initiale (2020)		Recovery 2 ans		Incidence EV	
7%	16.8x	-15%	-40%	-1.0x	-1.4x	-6%	-8%
10%	19.1x	-15%	-40%	-1.3x	-1.7x	-7%	-9%
12%	20.7x	-15%	-40%	-1.6x	-2.0x	-8%	-10%

WACC : 8%

CAGR	xFCF 2020 pré-crise	Baisse de performance initiale (2020)		Recovery 2 ans		Incidence EV	
7%	19.7x	-15%	-40%	-1.2x	-1.5x	-6%	-8%
10%	22.4x	-15%	-40%	-1.5x	-1.8x	-7%	-8%
12%	24.3x	-15%	-40%	-1.8x	-2.1x	-7%	-9%

Figure 22 : Mise en œuvre de la modélisation des multiples ajusté

La sensibilité de la durée du recovery sur les valeurs s'apprécie succinctement comme suit :

CAGR	xFCF 2020 pré-crise	Baisse de performance initiale (2020)		Recovery 3 ans		Incidence EV	
7%	16.8x	-15%	-40%	-1.6x	-2.1x	-10%	-13%
10%	19.1x	-15%	-40%	-2.1x	-2.6x	-11%	-14%
12%	20.7x	-15%	-40%	-2.5x	-3.0x	-12%	-14%

WACC : 9%

CAGR	xFCF 2020 pré-crise	Baisse de performance initiale (2020)		Recovery 1 an		Incidence EV	
7%	16.8x	-15%	-40%	-0.6x	-0.9x	-4%	-5%
10%	19.1x	-15%	-40%	-0.8x	-1.1x	-4%	-6%

Figure 23 : Etude des incidences avec des durées de recovery de 1 ou 3 ans

Il apparaît que la décote modélisée en cas de recovery en 3 ans correspond aux ordres de grandeur de la baisse imprimée par les marchés sur un an (entre 04/2019 et 04/2020) ; inversement la prime de risque pour des prévisions tablant sur un recovery en 1 an s'accroîtrait (de l'ordre de 30 à 50 pb de plus).

En synthèse, l'application du modèle aux valeurs du CAC 40 et en analysant les évolutions de marché entre 04/2019 et 04/2020 semblent montrer, pour l'heure, que les consensus d'analystes introduisent en moyenne une période de recovery de l'ordre de 2 ans (ie prévisions pré-crise pour 2020 plutôt atteintes en 2022 dans le cadre des prévisions de crise). Pour autant, les marchés introduisent une prime de risque de l'ordre de 30 à 100 pb sur ces prévisions, correspondant implicitement à coter sans risque un recovery de 3 ans.

Rappelons que cela ne signifie pas que les marchés estiment le recovery à 3 ans : en effet, il a déjà été décrit dans ce document qu'après la sortie de la période de perte de visibilité, il était possible que certains secteurs connaissent un risque résiduel un peu plus durable. Ainsi, l'estimation à 3 ans est une estimation qui égalise le risque-rémunération par rapport aux prévisions pré-crise, mais il est possible que les marchés anticipent, comme le consensus d'analystes, une période de recovery durant plutôt 2 ans, assorti d'un risque additionnel « pricé » entre 30 et 100 pb, selon les secteurs et les sociétés.

Enfin, rappelons que cette métrique de prime de risque entre 30 et 100 pb est une métrique moyenne inter-sectorielle : dans les faits, la dispersion des situations conduit à recommander de pratiquer ce type d'analyse à une maille plus précise, sur le secteur (et/ou les comparables) intéressant l'exercice d'évaluation. La figure 24 ci-dessous illustre les dispersions, démontrant l'intérêt de mener des études plus concentrées sur un secteur donné.

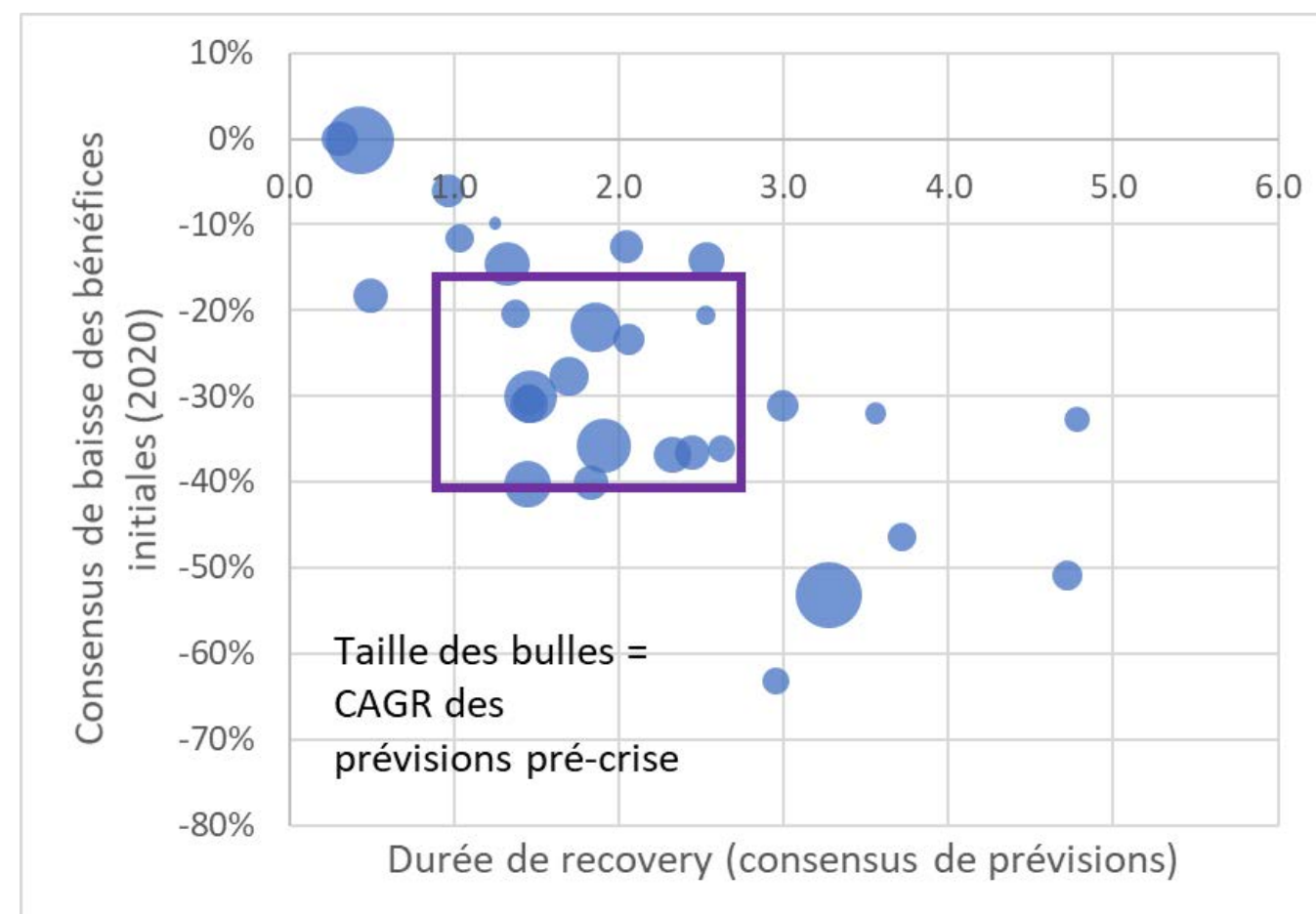


Figure 24 : Dispersion des sociétés du CAC40 (source : Capital IQ)



LAURENT INARD
Associé

laurent.inard@mazars.fr
Tél. : +33 6 62 99 66 84

Laurent Inard est associé chez Mazars, membre du conseil de surveillance de Mazars France.

Il a fondé le bureau d'études « Evaluation & Modélisation » de Mazars en France il y a environ 15 ans, et supervise à ce titre de nombreuses missions en évaluation financière, intervenant dans des contextes comptables, transactionnels, fiscaux ou encore patrimoniaux.

Il est l'auteur de L'Évaluation de l'Entreprise – Méthode DCF, publié par la maison d'édition Economica en 2015 et préfacé par Michel Prada.

Au-delà de son expertise en évaluation, Laurent intervient dans le cadre des services développant et exploitant les nouvelles technologies, notamment celles relatives à la Data, il est du reste le Chief R&D Officer de Mazars en France.



61, rue Henri Regnault - 92075 Paris La Défense - France

Mazars est une organisation internationale, intégrée et indépendante spécialisée dans l'audit, le conseil, ainsi que les services comptables, fiscaux et juridiques¹. Présent dans 91 pays et territoires à travers le monde, Mazars fédère les expertises de 40 400 professionnels - 24 400 professionnels au sein du partnership intégré de Mazars, et 16 000 professionnels aux États-Unis et au Canada au sein de « Mazars North America Alliance » - qui accompagnent des clients de toutes tailles à chaque étape de leur développement.

¹ Seulement dans les pays dans lesquels les lois en vigueur l'autorisent.