



COMPAGNIE NATIONALE
DES EXPERTS DE JUSTICE
EN FINANCE

FINANCE - EVALUATION - CONCURRENCE

OCTOBRE 2020 - LETTRE N°1



J'ai le plaisir de vous présenter le premier numéro de la revue de la compagnie nationale des experts de justice en finance (CNEJEF). »



SOMMAIRE

Edito / p.1

L'évaluation des entreprises et la crise du COVID 19 / p.2 - 3

Nos Experts / p.4

Chers amis,

Ce bulletin a l'ambition de vous informer sur la vie de notre compagnie ainsi que de vous présenter des articles d'humeur et de fond dans les domaines de compétence de nos membres.

L'année 2020 sera une année marquée par la pandémie aux conséquences encore difficile à évaluer. Dans ce contexte j'ai souhaité qu'un article de fond, écrit par Guy Jacquot notre ancien président et aujourd'hui président d'honneur, puisse vous éclairer sur les éventuelles conséquences de cette pandémie dans le domaine de l'évaluation des entreprises.

Le Covid a chamboulé nos habitudes et notre année 2020 ne sera pas celle que nous espérions au moment des vœux. De grandes questions se posent :

les assureurs doivent-ils couvrir ces conséquences en retour des primes qu'ils perçoivent ? Cette question n'a pas encore eu de réponse générale mais une analyse contrastée.

Le Covid peut être aussi envisagé de manière négative : permet-il de rompre un contrat, de repousser une date, de se délier d'une

obligation ? Le grand public a pris conscience de cette exigence avec l'affaire Messi !

La même hésitation vaut pour le prix des actifs. Le Covid va-t-il faire diminuer le prix ? va-t-il l'augmenter ?

Les juristes ont légitimement rivalisé d'idées et d'arguments pour répondre à ces interrogations et à ces urgences économiques. Il est encore prématuré de quantifier le coût de cette catastrophe sanitaire. Ce sera alors au tour des experts d'identifier les tendances et se rapprocher du juste prix en fonction des données connues et prévisionnelles.

Gageons que cette « après-pandémie » nous fasse aussi revenir à des notions plus essentielles tant dans la vie personnelle que dans la vie économique. On pourrait s'inspirer de la recette d'Henri Ford : **« Se réunir est un début ; rester ensemble est un progrès ; travailler ensemble est la réussite ».**

Au nom de tous les experts de cette Compagnie, soyez assuré de notre grande disponibilité et de notre entier dévouement à la Justice de notre pays.

Thierry BERGERAS - Président



L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES ET LA CRISE DU COVID 19

Depuis mars 2020, nombreuses sont les publications concernant l'impact de la crise du Covid-19 sur la valeur des entreprises. Ces publications portent souvent sur le choix des méthodes, la détermination des paramètres à prendre en considération pour les appliquer, ou encore sur l'évolution du marché de l'évaluation et des transactions.

L'objet de ce court article est de faire le point sur ces sujets en montrant que la crise du Covid nous rappelle qu'avant de déterminer ce que vaut une entreprise il faut comprendre ce qui vaut en elle.

LE CADRE

L'évaluation des entreprises s'appuie sur trois grands types d'approches.

Le premier type d'approche consiste à procéder par comparaisons en s'appuyant sur des multiples boursiers, des multiples constatés lors de transactions et des barèmes.

Le second type d'approche prend en considération la rentabilité historiques et/ou prévisionnelle de l'entreprise, avec notamment la méthode des DCF (Discounted Cash Flows) mais aussi avec des formules de calcul (méthode des rendements, méthode de productivité, ...).

Enfin, les approches patrimoniales sont fondées sur la valorisation des différents postes du bilan. C'est le cas notamment de la méthode de l'ANR (Actif Net Réévalué).

S'il s'agit de plusieurs façons de regarder une entreprise, ces approches reviennent toutes à estimer ce que peuvent rapporter à un vendeur ou à un acheteur, les différents actifs ou les différentes activités dont est composée l'entreprise.

Or, le premier impact de la crise du Covid-19 est de créer une très grande incertitude sur l'évolution du chiffre d'affaires, sur celle des taux de marges mais aussi sur celles des investissements à engager pour retrouver la croissance et enfin sur celle des dettes.

Les impacts de cette crise apparaissent, de plus, fortement différenciés d'un secteur économique à l'autre mais aussi entre entreprises du même secteur.

LA FIN DES MÉTHODES COMPARATIVES ?

Dans les approches comparatives, on utilise des formules du type : **Valeur des actions = [Agrégat de l'entreprise (CA, EBIT, EBITDA, ...) x multiple constaté sur un échantillon] – Dette Financière Nette de l'entreprise = Valeur d'Entreprise - Dette Financière Nette de l'entreprise.**

La plupart des articles sur les conséquences de la crise du Covid-19 conseillent d'éviter l'utilisation de ces approches.

Parmi les justifications à cette mise en garde on peut citer :

- ◆ Des mouvements de valeur des titres sur les marchés qui traduisent moins la prise en compte à long terme de l'effet du Covid que des stratégies défensives ou spéculatives ;

- ◆ Le fait que ses méthodes supposent une comparabilité entre les multiples issus d'un échantillon de sociétés et les multiples applicables à l'entreprise à valoriser, alors que cette comparabilité n'est plus assurée ;

- ◆ Le fait que les méthodes comparatives reposent souvent sur l'application des multiples à des agrégats en valeur historique (chiffre d'affaires, EBE ou EBITDA, résultat d'exploitation ou EBIT) alors qu'une des rares certitudes de la crise, est que le passé n'est pas la meilleure référence pour prévoir le futur.

L'évolution récente des multiples illustre les dangers d'une analyse trop rapide. On observe en effet avec la crise du Covid-19 une hausse de nombreux multiples sectoriels boursiers.

Mais ces évolutions ne peuvent être dissociées de celles de l'EBITDA lui-même. Un multiple de 5.7 appliqué à un EBITDA de 1 000 conduit naturellement à une valeur d'entreprise supérieure à celle obtenue avec un multiple de 8 appliqué à un EBITDA, par exemple, de 600 (en effet, $5.7 \times 1000 = 5700$ alors que $8 \times 600 = 4800$).

L'impact de la croissance des multiples sur la valeur des actions ne peut pas non plus être comprise sans considérer l'évolution de la dette. Ainsi, par exemple, si la dette de notre entreprise est passée, à cause des pertes liées à la crise, de 2 000 à 2 500, la valeur des titres va passer de $(5.7 \times 1000 - 2000) = 3700$ en juin 2019 à $(8 \times 600 - 2500) = 2300$ en juin 2020.

On a donc, avec cet exemple, un multiple qui augmente de 40.4 %, un EBITDA qui baisse de 40 %, une Valeur d'Entreprise qui baisse de 15.8 % et une valeur des titres qui chute de plus du double, soit 37.8 %.

Alors, doit-on abandonner les méthodes de multiples ? A court terme il faut sans doute les utiliser avec beaucoup de précautions pour les raisons citées précédemment. A long terme ces méthodes restent indispensables ne serait-ce que parce qu'elles soulèvent la question du rapport entre le prix et la valeur.

LES MÉTHODES DE RENTABILITÉ PRÉVISIONNELLE : SOLUTION OU ILLUSION ?

Par temps calme, comme les méthodes comparatives, les méthodes de rentabilité fondées sur des formules ont pour vertu leur simplicité et leur caractère pédagogique, surtout lors de négociations en vue d'une transaction. Mais en période de forte crise, cette simplicité se traduit au mieux par une incapacité à traduire les possibles, et au pire par des aberrations.

La méthode des DCF considère, pour sa part, que la valeur des actifs économiques d'une entreprise (immobilisations incorporelles, immobilisations corporelles, Besoin en Fonds de Roulement) est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie opérationnelle qu'elle est susceptible de générer.

L'intérêt de cette méthode est d'intégrer, via les prévisions, les spécificités de l'entreprise à valoriser et d'inciter le management et l'évaluateur à porter leur attention sur son business model.



Considérer que la crise du Covid justifie une forte hausse des taux d'actualisation peut donc faire double emploi avec une prise en considération significative de scénarios pessimistes.

Elle est ainsi non seulement une méthode d'évaluation mais aussi un outil permettant de construire différents scénarios, d'estimer les investissements nécessaires à leur réalisation et de tester la capacité de l'entreprise à faire face à la crise du Covid-19.

Ce sont ces qualités qui font que la méthode des DCF apparaît aux yeux de beaucoup de professionnels de l'évaluation, comme particulièrement adaptée au contexte de la crise économique actuelle et de ses évolutions possibles.

Si elle est fort utile, il ne faut toutefois pas sous-estimer les problèmes que soulèvent son application, notamment en temps de crise.

Le premier de ces problèmes est que pour appliquer la méthode des DCF, il faut être en mesure de faire des scénarios prévisionnels. Les études économiques proposent des repères généraux, voir sectoriels, dans lesquels peuvent s'inscrire les scénarios de l'entreprise à évaluer. Dans une note du 20 avril 2020, Xerfi, par exemple, envisageait 4 scénarios de sortie du confinement :

- ◆ Un scénario de rattrapage ;
- ◆ Un scénario de récupération rapide ;
- ◆ Un scénario de longue traîne de crise ;
- ◆ Un scénario de grande dépression ;

L'analyse serait vraiment intéressante si on était en mesure d'appliquer des probabilités de réalisation à chacun de ces scénarios, ce qui n'est pas le cas. Il faut aussi rappeler qu'une particularité de cette crise est son impact très variable selon les secteurs et mêmes selon les entreprises d'un même secteur, du fait de leurs spécificités, de leurs ressources financières, de leur capacité à se regrouper avec d'autres entreprises, ou encore de leurs composantes optionnelles.

Un autre aspect plus technique de la méthode des DCF qu'interroge la crise du Covid est celui du choix du taux d'actualisation des flux prévisionnels.

Pour traduire la situation de risque des entreprises en difficulté ou en retournement, certains professionnels les valorisent avec des taux d'actualisation très élevés.

L'approche paraît de bon sens mais est pourtant très contestable car la logique d'un modèle d'évaluation, comme celui des DCF, est de distinguer le risque du secteur qui est pris en considération dans le taux d'actualisation, et les risques propres à l'entreprise, qui sont transcrits dans les scénarios.

Considérer que la crise du Covid justifie une forte hausse des taux d'actualisation peut donc faire double emploi avec une prise en considération significative de scénarios pessimistes. Il faut, enfin, rappeler qu'on applique généralement la méthode des DCF en additionnant la valeur actuelle des flux sur une période explicite de prévisions, et la valeur actuelle des flux postérieures à cette période, dite « Valeur Terminale », calculée avec une formule simplifiée.

La mise en œuvre de la méthode des DCF en cette période de crise doit donc accorder une grande attention au choix du flux de référence servant de base au calcul de cette valeur terminale dans les différents scénarios.

Alors la méthode des DCF est-elle en cette période de crise une solution ou une illusion ?

La crise remet en question cette approche de l'évaluation en contraignant l'évaluateur à un rôle beaucoup plus actif dans le diagnostic des forces et faiblesses du business model de l'entreprise, ses possibilités d'évolution et la construction des scénarios.

LE RENOUVEAU DES MÉTHODES PATRIMONIALES ?

Les méthodes patrimoniales portent leur attention sur la valeur des différents actifs et passifs de l'entreprise.

La face claire du renouvellement des méthodes patrimoniales dans le contexte de crise du Covid est celle de la valorisation par parties des entreprises.

Cette approche remet, en effet, au centre de l'évaluation la phase du diagnostic dans toutes ses dimensions : positionnement, production, logistiques, commerciales, etc.

La face noire du renouvellement des méthodes patrimoniales en période de crise est celle de l'actif de liquidation. Cette crise va en effet très probablement conduire à la faillite de nombreuses entreprises et se traduire au sein des groupes par un désengagement des activités insuffisamment rentables.

Or, estimer la valeur de liquidation d'une entreprise peut nécessiter des connaissances qui sortent du domaine de compétences des experts financiers avec, par exemple, l'estimation d'un parc de machines, d'un stock de produits ou encore le chiffrage des coûts sociaux et techniques de fermeture d'un site.

ESSAI DE CONCLUSION

Alors que la Crise du Covid-19 bouleverse l'univers de l'évaluation, les besoins d'évaluation des entreprises et de leurs actifs clés deviennent stratégiques, par exemple pour la préparation des comptes financiers, pour la levée de fonds, pour les transmissions d'entreprises ou encore, pour résoudre des litiges entre actionnaires, missions souvent confiées aux experts judiciaires financiers.

Les évaluateurs ont à leur disposition des outils et des processus d'évaluation qui, d'un point de vue technique, ont fait d'énormes progrès au cours des 30 dernières années. Le contexte d'incertitude que crée la crise du Covid rend indéniablement plus compliqué la mise en œuvre de ces outils et de ces processus. Il a surtout pour conséquence d'exiger des évaluateurs une attention beaucoup plus forte au diagnostic des entreprises qu'ils doivent évaluer et une implication beaucoup plus importante dans l'élaboration des scénarios qu'ils vont utiliser pour réaliser leurs estimations.

Guy Jacquot - Président d'honneur

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS DE JUSTICE EN FINANCE

FINANCE - EVALUATION - CONCURRENCE

NOS EXPERTS :

Monsieur Marcel ANGENAULT
marcel.angenault@gmail.com

Monsieur Pierre ASTOLFI
pierreastolfi@yahoo.fr

Monsieur Alain AUVRAY
alain.auvray@ace-groupe.co

Monsieur Laurent BATSCHE
laurent.batsch@dauphine.fr

Monsieur Michel BENYAMIN
michel.benyamin@wanadoo.fr

Monsieur Michel BERGER
mic_berger@yahoo.fr

Monsieur Thierry BERGERAS
t.bergeras@bergerasexpertises.com

Madame Sonia BONNET-BERNARD
sonia.bonnet.bernard@a2ef.fr

Monsieur Philippe BORGAT
phborgat@orange.fr

Monsieur Bernard CAMBLAIN
bcamblain@wanadoo.fr

Monsieur Philippe CAMPOS
pcampos@afival.fr

Monsieur Didier CARDON
Didier.Cardon@cdassocies.fr

Monsieur Emmanuel CHARRIER
emmanuel.charrier@exco.fr

Monsieur Edouard CHASTENET
edouard.chastenet@live.com

Madame Lison CHOURAKI
lchouraki@lca-audit.fr

Monsieur Henri CHRIQUI
h.chriqui@hcgp.fr

Madame Anne CONSTANT
anne.constant-mansuy@wanadoo.fr

Monsieur Gilles CHODRON de COURCEL
gc@ricol-lasteyrie.fr

Madame Isabelle de KERVILER
isabelle.de-kerviler@cdassocies.fr

Monsieur Hubert de LA BRUSLERIE
hlb@dauphine.psl.eu

Monsieur Jean-Charles de LASTEYRIE DU SAILLANT
jcl@ricol-lasteyrie.fr

Monsieur Gildas de MUIZON
gdemuizon@deloitte.fr

Monsieur Romain DE NIJS
romaindenijs@extent-economics.com

Monsieur Jean-François DECROOCQ
jfdcroocq@vacor.fr

Monsieur Jean-Luc DUMONT
jean-luc.dumont@orange.fr

Monsieur Michel ETLING
m.benyamin@cnejef.com

Madame Marie-Ange FARTHOuat
marie.farthouat@farthouatfinance.com

Monsieur Jean-Marie GODET
godet54@hotmail.fr

Monsieur Olivier GRIVILLERS
olivier.grivillers@crowe-haf.fr

Monsieur Lionel GUIBERT
lg@guibert-associés.com

Monsieur Thomas HACHETTE
thachette@sorgemeval.com

Monsieur Pascal HOUSSEAU
pascal.housseau@housseau-experts.com

Monsieur Guy JACQUOT
lgjacquot@gmail.com

Monsieur Alain KAISER
kaisereval@gmail.com

Madame Claire KARSENTI
ckarsenti@sorgemeval.com

Monsieur Jean-François LABORDE
jf.laborde@laborde-advisory.com

Monsieur Bernard LAMY
bernard.lamy1@gmail.com

Monsieur Erwan LE BLOAS
erwan.lebloas@abers.eu

Monsieur Eric LE FICHOUX
eric.lefichoux@advisorem.com

Monsieur Xavier LECARON
x.lecaron@gba-auditetfinance.fr

Monsieur Jacques LEREBoullet
jacques.lereboullet@wanadoo.fr

Madame Céline LEROY
celine.leroy@8advisory.com

Monsieur Dominique LEVEQUE
dle@cogeed.fr

Monsieur Romain LOBSTEIN
lobstein@gmail.com

Monsieur Gérard MAREUIL
gmareuil@noos.fr

Monsieur Olivier MARION
omarion@groupea4.com

Monsieur Olivier MARROT
olivier.marrot@expert-de-justice.org

Monsieur Alain MARTIN
amartin@alainmartin.fr

Monsieur Marc MERLIN
merlin.marc@wanadoo.fr

Monsieur Marc MICHEL
cabinet-marc.michel@live.fr

Monsieur Jean-Marc MONTERRAT
jean-marc.monterrat@orange.fr

Monsieur Yves MOTCHIDLOVER
yvesparis@hotmail.com

Monsieur Alain MOYNOT
alain.moynot@orange.fr

Monsieur Maurice NUSSENBAUM
mnussenbaum@sorgemeval.com

Monsieur Olivier PERONNET
olivier.peronnet@finexsi.com

Monsieur Jacques PETIT
jacques-petit@jacques-petit.fr

Monsieur Rémy PIERRE
remy_pierre1@orange.fr

Monsieur Patrick PILCER
patrick@pilcer.fr

Monsieur Florent PINARD
florentpinard@wanadoo.fr

Madame Agnès PINIOT
apiniot@ledouble.fr

Monsieur Pierre PREAU
pierre.preau@camarae.fr

Monsieur Jean-Florent REROLLE
jean-florent.rerolle@viengi.com

Monsieur Nicolas ROBERT
nicolas.robert@aardtvalue.com

Monsieur Joël ROSENBERG
m.joel.rosenberg@gmail.com

Madame Chantal SAINT AYES
chantal.saint-ayes@proreviser.fr

Monsieur Thierry SAINT-BONNET
tsbexpert@saint-bonnet.com

Monsieur Pierre SIAMER
psiamer@logionfinance.com

Monsieur Jean-René TOURIN
jeantourin@aol.com

Monsieur Hubert TUBIANA
h.m.t@wanadoo.fr

CONTACT

Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance
8, rue de l'Alboni - 75016 Paris
www.cnejef.org