



Par Thomas Hachette,
associé, Sorgem
Evaluation

L'évaluation des entreprises dans le contexte actuel de crise

C'est bien connu : en temps de crise, la volatilité des marchés grimpe en flèche (l'indice de volatilité VIX est ainsi surnommé «l'indice de la peur»¹) et la finance comportementale a mis en exergue le biais assez courant qu'est «l'imitation», qui conduit à imiter «la foule» indépendamment de données objectives. Sans parler de l'impact des ventes forcées, qui obligent certains à vendre à un prix qu'ils n'auraient normalement pas accepté. Au final, dernièrement, on a vu les marchés baisser d'environ 30% en 20 jours de bourse² et l'indice VIX – qui demeurait depuis un an entre 12% et 25% – a bondi, passant rapidement de 14% à plus de 80%.

1. De manière rationnelle, comment devrait-on réfléchir concernant l'analyse de valeur d'une société en temps de crise (dans le cas où l'investisseur n'a pas de contraintes de vente) ?

Cette question, un grand nombre de personnes se la posent ou vont devoir se la poser : quelle valeur retenir dans le cadre d'OPCVM d'épargne salariale ? Quelle valeur d'actif net réévalué pour les fonds d'investissement, qui vont certainement devoir mettre à jour les évaluations des sociétés non cotées de leur portefeuille à fin mars, du fait de l'occurrence d'un événement significatif ? Quelle valeur dans le cadre des tests de dépréciation ? Quelle valeur encore dans le cadre d'une offre publique de retrait ou d'une nationalisation, que le gouvernement a dit possible si nécessaire ? En effet, dans un tel processus, qui implique une contrainte à des propriétaires privés, le versement d'une «juste et préalable indemnité» est requis, comme le soulignait le Conseil constitutionnel dans une décision de 1982 (avant la loi de nationalisation de la même année). Dans cette décision, le Conseil indiquait que «les actionnaires des sociétés visées par la loi de nationalisation [avaient] droit à la compensation du préjudice subi par eux, évalué au jour du transfert de propriété» et que «cette indemnisation est fixée par un tiers indépendant et peut s'amputer sur la dette vis-à-vis de l'Etat, ou être réglée en numéraire».

2. Première étape nécessaire de l'analyse de valeur : l'estimation de l'impact de la crise par secteur et par société

Si l'on se concentre sur la crise actuelle due au Covid-19 (sans prendre en compte les autres éléments récents, notamment ceux affectant le pétrole), deux théories peuvent s'opposer. La première se fonde sur l'idée que, même si des aléas subsistent, cette crise, impressionnante par son ampleur et impact, est transitoire, car après un pic attendu, le virus devrait décliner dans les mois à venir. La deuxième, plus pessimiste, se fonde sur l'idée que cette crise transitoire pourrait être l'étincelle qui va mettre le feu à l'économie, ou du moins «rebaser» des valorisations qui semblaient à certains trop élevées.

Si l'on se place dans la première perspective, à savoir que la crise liée au Covid-19 est transitoire, l'analyste doit se poser la question de l'impact de cette crise due au virus sur les résultats/cash-flows en 2020, et éventuellement à plus long terme (la crise pouvant engendrer des changements politiques ou comportementaux à plus long terme, bénéfiques pour certaines entreprises et négatifs pour d'autres).

3. Certaines modalités usuelles d'évaluation à écarter

En temps normal, beaucoup d'investisseurs et d'évaluateurs fondent leur estimation de valeur en appliquant un multiple

d'évaluation à un agrégat du budget (chiffre d'affaires, Ebitda, EBIT, etc.).

En temps de crise comme celle que nous traversons actuellement, les budgets 2020 des sociétés sont devenus obsolètes en l'espace de quelques semaines. Les évaluations fondées sur ces derniers budgets semblent donc infondées aujourd'hui : les budgets construits hier sont obsolètes ; ceux construits actuellement ou demain ne permettront pas de fonder une évaluation pertinente car ils ne refléteront pas la capacité bénéficiaire

Les évaluations fondées sur les derniers budgets semblent donc infondées aujourd'hui : les budgets construits hier sont obsolètes ; ceux construits actuellement ou demain ne permettront pas de fonder une évaluation pertinente car ils ne refléteront pas la capacité bénéficiaire normative des sociétés.

normative des sociétés. Il n'y aurait pas de sens à appliquer un multiple à un agrégat provenant du budget 2020, car cela reviendrait à considérer qu'une crise sanitaire devrait se produire régulièrement et ne serait pas conjoncturelle³.

Si l'on pense que les marchés financiers peuvent ponctuellement ne pas réagir de manière rationnelle et sont affectés par des comportements moutonniers à l'image des nombreux clients faisant la queue devant les pharmacies sans être malades et qui seraient prêts à acheter du paracétamol ou des masques au marché noir à un prix exorbitant, la référence usuelle au cours de bourse pour les sociétés cotées et la méthode d'évaluation par les comparables boursiers ne sont pas d'une grande utilité. D'ailleurs, certains ont récemment réclamé la fermeture des marchés boursiers, à laquelle l'AMF s'est finalement opposée, même si son président Robert Ophèle a indiqué que la question n'était pas illégitime. Dans cette veine, il sera intéressant d'analyser l'évolution des multiples de transactions sur des sociétés privées⁴ (dont les actionnaires ne sont pas court-termistes et prennent un temps de réflexion relativement long) avec l'évolution des multiples de comparables boursiers, afin d'identifier si une décorrélation a lieu.

4. Quelle valeur associer au passage du Covid-19 ?

Contrairement à un grand nombre de titres financiers, l'action a une durée de vie illimitée (la sortie ne peut se faire que par cession du titre ; il n'y a pas de remboursement prévu contractuellement), et la durée de vie des entreprises est généralement estimée très longue ou infinie. Economiquement, la valeur des actions correspond à la valeur de l'entreprise diminuée de la valeur de sa dette nette. Ainsi, la valeur des actions est grandement associée aux cash-flows que la société devrait générer à moyen et long termes.

A titre illustratif, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (méthode dite «DCF»), usuellement utilisée pour estimer la valeur d'une entreprise et de ses actions, donne un éclairage intéressant : les cash-flows de l'année à venir ne représentent

généralement pas plus de 5% de la valeur d'entreprise, et si l'on suppose un endettement net égal au tiers de la valeur d'entreprise, l'impact d'un cash-flow nul sur l'année à venir en lieu et place du cash-flow initialement prévu représenterait environ 7% de perte de valeur des fonds propres (sur la base de l'exemple précisé en bas de page⁵).

Bien entendu, cette analyse ne prend pas en compte le risque d'une crise structurelle ou une modification du taux d'actualisation, alors que la prime de risque du marché actions a pu

augmenter. Mais elle donne une idée d'impact, toute chose égale par ailleurs, et est d'autant plus intéressante dans une vision à moyen/long terme : il faut en effet rappeler l'effet de retour à la moyenne observé sur la volatilité des marchés ; à moyen/long terme, la prime de risque du marché actions devrait tendre

à revenir vers des niveaux plus habituels. D'ailleurs, en 2008, dans un contexte de crise, l'AMF et d'autres institutions avaient recommandé pour l'arrêt des comptes la mise en œuvre d'une «approche raisonnable et cohérente avec les données historiques dont dispose l'entité [...] pour corriger certains effets de la perturbation des marchés sur la prime de risque», ce qui s'était traduit par exemple pour Vivendi par le choix de retenir un taux d'actualisation correspondant à la moyenne d'un taux calculé à partir de données historiques et celui calculé sur les observations instantanées de marché⁶.

5. Conclusion

Sans nul doute, la crise liée au Covid-19 aura des impacts à long terme sur certains secteurs et sociétés. Elle met particulièrement en danger les sociétés dont la situation financière était déjà tendue avant la crise. A court terme, elle oblige les investisseurs et évaluateurs à analyser en détail la situation, à revoir les budgets et plans d'affaires et parfois à repenser leurs approches d'évaluation (en particulier pour ceux qui se fondent principalement sur des multiples d'agrégats budgétés). Et pour le mot de la fin, elle les oblige, comme tout un chacun, à respecter au mieux les consignes sanitaires pour sauver un maximum de vies... ■

1. Le VIX est un indicateur de volatilité du marché financier, qui est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange. Cet indice est calculé en faisant la moyenne des volatilités sur les options d'achat et les options de vente sur l'indice Standard & Poor's 500.

2. Observations notamment sur l'indice S&P 500.

3. Si l'on prend l'exemple chinois, l'arrêt d'activité semble représenter environ deux à trois mois, sur une période usuellement affectée du Nouvel An chinois. L'impact en termes de niveau d'activité moyen pourrait donc représenter moins, qui plus est si un phénomène de report apparaît.

4. Sachant que les références vont se faire plus rares, une telle analyse nécessitera un peu de temps.

5. Calculs fondés sur les hypothèses suivantes : croissance du CA de 5 % les trois prochaines années, puis de 3 % sur les trois années suivantes, puis 1,5 % ; marge d'EBE de 15 %, marge d'exploitation de 13 %, BFR/CA de 10 % et Immobilisations/CA de 70 %, taux d'IS de 30 %, taux d'actualisation de 8 %.

6. Sources : recommandation AMF n° 2008-22, Document de référence 2008 de Vivendi p. 229.