

L'évaluation en temps de crise

12 OCTOBRE 2020

A LA UNE



Une tribune d'Olivier Courau, Associé Finexsi.

Le contexte de la crise du Covid, qui se caractérise notamment par un niveau d'incertitude inédit et une grande disparité des impacts en fonction des secteurs d'activité et des sociétés, rend difficile l'exercice d'évaluation financière. Qu'il s'agisse de l'analyse préalable de la situation de la société à évaluer, de la revue critique des nouveaux plans d'affaires, de la mise en œuvre des principales méthodes d'évaluation (DCF et comparables boursiers ou de transactions), ou de la formalisation du rapport d'évaluation, l'évaluateur doit adapter son approche.

1) Contexte de crise

La crise n'est pas la même pour tous

La crise actuelle du Covid s'est traduite par une forte baisse d'activité et une extrême volatilité des marchés boursiers.

A titre d'exemple, le CAC 40 a chuté de près de 40 % entre le 18 février et le 17 mars 2020, passant de 6 311 points à seulement 3 754 points. Même s'il a rebondi sur la deuxième quinzaine de mars puis après le déconfinement, il a fluctué entre 4 154 points et 5 197 points depuis le début du mois d'avril.

Mais cette baisse massive doit s'analyser en détail car elle recouvre des situations très différentes. Certains secteurs sont sinistrés, d'autres résistent ou ont même profité de la crise. Les activités du tourisme, de l'aéronautique et de l'immobilier commercial sont particulièrement touchées. Dans certains cas, les effets durables de la crise pourront entraîner une redistribution des cartes entre les acteurs d'un secteur, voire une modification du business model. Le secteur Oil & Gas a beaucoup plus souffert encore car à l'effet Covid se sont ajoutés d'autres phénomènes qui ont eu un impact très lourd. A l'inverse, certaines sociétés des secteurs de l'industrie pharmaceutique ou paramédicale, des services de streaming ou des outils de travail à distance, ont vu leur cours de bourse augmenter depuis le début de la crise.

Il convient donc d'adapter l'approche d'évaluation à ce nouveau contexte d'incertitude et de volatilité importante.

2) Quelques points d'attention pour l'évaluation dans ce contexte de crise

Impact de la crise sur les différentes activités de la société

Comme nous l'avons vu, l'impact de la crise n'est pas le même pour toutes les activités et cette exposition sectorielle est le premier facteur de risque pour un émetteur dans le contexte actuel. Mais on remarque également de grandes disparités au sein d'un même secteur d'activité. Il faut donc analyser la situation de la société à évaluer en fonction de ses caractéristiques et de sa situation propre. On regardera notamment la nature de ses activités et la proportion de clients, salariés et fournisseurs dans les zones géographiques particulièrement touchées, l'objectif étant d'estimer l'impact sur la production, le chiffre d'affaires, les coûts, la productivité et les investissements.

Selon la gravité de l'exposition, la pérennité de l'activité peut être remise en cause et il faut savoir si la société dispose des liquidités et financements requis pour passer la crise, afin d'intégrer une probabilité de défaut, voire envisager une valeur liquidative.

Nouveau business plan et mise en œuvre du DCF

Pour mettre en œuvre la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF), il faudrait idéalement obtenir une mise à jour des prévisions sous forme d'un business plan qui intègre cette exposition au risque en simulant plusieurs scénarios, ou au minimum une analyse de sensibilité au Covid. En pratique, certains groupes attendent de réaliser une nouvelle analyse stratégique de leurs secteurs d'activité avant de traduire celle-ci dans un nouveau plan financier et admettent avoir eu une absence totale de visibilité, rendant l'établissement même de prévisions à court terme et de modélisation future des effets du Covid impossible.

L'analyse peut se faire aujourd'hui en deux temps. Le premier temps est celui de la sortie de crise. C'est une analyse à court terme qui concerne au minimum l'année 2020 et intégrera l'impact du déconfinement et du redémarrage progressif de l'activité. Dans cette analyse, il faut tenir compte de ce que l'on sait déjà, c'est-à-dire l'impact des mesures de soutien à l'économie décidées par les gouvernements, le changement de politique de distribution de dividende, l'ajustement du niveau des capex et les plans de réduction de coûts engagés par la société. La question sera de savoir si le risque ne porte que sur la première année des prévisions, ne traduisant qu'un décalage et un effet limité de la crise dans le temps, ou bien si les effets seront plus durables et impacteront significativement les flux de trésorerie postérieurs à 2020.

Le deuxième temps est celui, à moyen ou long terme, de la reconfiguration éventuelle de l'activité de la société. Le management pourra en effet s'interroger sur la relocalisation de certaines productions, la réorganisation de la supply chain, ou même envisager un changement plus large de business model pour s'adapter au nouveau contexte. Cette phase est particulièrement compliquée en raison notamment de l'incertitude qui pèse sur l'évolution de la demande et sur l'impact à long terme des plans de relance étatiques, rendant également difficile l'appréciation du rythme de retour à un niveau de chiffre d'affaires et de résultat jugé « normatif ». La simulation de plusieurs scénarios sera souvent indispensable.

Concernant le taux d'actualisation, il conviendra de se méfier des primes de risque marché et des betas sectoriels pour se concentrer sur l'analyse des primes de risque spécifiques et de déterminer des taux applicables selon les périodes (CT et MT/LT) et selon les scénarios en fonction de l'analyse.

Méthode des comparables boursiers ou de transactions

En ce qui concerne la méthode des comparables boursiers, elle est particulièrement difficile à mettre en œuvre dans le contexte actuel où de fortes disparités existent entre les acteurs d'un même segment d'activité.

L'évaluateur est également confronté à la pertinence des prévisions établies par les analystes. Au-delà du fait qu'il faut être particulièrement attentif à la date de publication, mais surtout d'établissement, des notes d'analystes pour les interpréter correctement dans ce contexte de crise, il conviendra d'être très prudent sur les consensus proposés. Il est en effet impossible pour les analystes de procéder à une révision précise et définitive des prévisions en intégrant l'impact de la crise sans en connaître la durée, l'étendue et la gravité.

On peut s'interroger par exemple sur la pertinence de prévisions récentes de résultat net par actions positif pour certaines sociétés. Le plus sage est sans doute de « neutraliser » l'année 2020 et de raisonner sur les multiples 2021, ce qui suppose un effet temporaire de la crise. Dans ce cas, les effets négatifs, comme par exemple des pertes 2020 à financer, seront intégrés en tant que tels, « one shot », dans l'évaluation.

Pour ce qui est de la méthode des transactions comparables, non seulement les transactions d'avant crise ne sont plus des références utilisables, tant en termes de multiples que d'agrégats financiers, mais le Covid va également bloquer des transactions, ce qui va limiter leur nombre.

Hypothèses explicites

Rappelons enfin qu'il convient toujours que l'évaluateur soit explicite dans son rapport sur les principaux considérants de l'évaluation, à savoir la date de référence, le contexte de l'évaluation et ses implications, les hypothèses structurantes, les facteurs et tests de sensibilité. Avec la crise actuelle, on peut rajouter, comme le propose l'IVSC, que l'évaluateur mentionne également les hypothèses retenues pour intégrer les éléments d'incertitudes dans son approche et indique le niveau de confiance qu'il a dans le chiffrage de ces incertitudes.

Olivier Courau, Associé Finexsi