

6.8. Quid de l'impact du Covid-19 dans le calcul de la valeur de votre entreprise ?

Dans le cadre de la semaine de ta transmission, en novembre dernier, en collaboration avec le cabinet de cession-acquisition Best-Value, nous avons organisé un webinaire sur l'évaluation des entreprises en période de crise. Ce sujet étant toujours d'actualité aujourd'hui, il nous semblait intéressant de vous en toucher un mot car tout Le monde aime être informé de la valeur des choses, surtout s'il s'agit de son entreprise, le fruit de ses investissements et de son travail. Mais qu'entend-on exactement par-là...

Concrètement, valoriser une entreprise, c'est calculer sa valeur financière en tenant compte des données comptables passées et de son potentiel de développement dans le futur. C'est un exercice complexe, qui nécessite de prendre en compte une multitude de paramètres. D'autant plus en 2021, avec toutes les évidences économiques et financières de la crise du Covid-19 qui se trouvent nécessairement dans les chiffres actuels et dans les projections.

Parlons tout d'abord de la valeur des entreprises...

Avant d'entrer dans le vif du sujet, et au niveau de la terminologie, il convient déjà de bien faire la différence entre la valeur et le prix. Eh oui, on confond souvent ! Pour rappel, la valeur est le montant estimé par les experts sur base de méthodes qui ont fait leurs preuves, alors que le prix est la valeur définitive que le cédant percevra, sur base d'une négociation sonnante et trébuchante avec l'acheteur. Mais penchons-nous immédiatement sur les fameuses méthodes de valorisation qui sont nombreuses, on l'a dit. Les plus connues sont les flux de trésorerie actualisés, l'EBITDA, l'actif net réévalué, la méthode des rendements, celle des Anglo-saxons, celles des praticiens, la méthode d'achat des résultats annuels, la rente abrégée du goodwill... Nous avons choisi de vous expliquer les principales. Attention quand même qu'il conviendra, avant d'appliquer les méthodes en question, d'analyser de manière attentive les résultats afin de normaliser les choses (ex : on pourrait avoir, dans une première société, un gérant qui ne se rémunère pas et, dans une seconde, un gérant très bien rémunéré et qui a pris en surplus une grosse assurance groupe, via back-service, la dernière année...).

LE DCF (DISCOUNTED CASH-FLOW) > LES FLUX DE TRÉSORERIE ACTUALISÉS

Dans cette méthode, on va tout d'abord estimer, sur base d'un plan financier, les flux de revenus que la société va ramener dans le futur. Pour tenir compte de ces flux de trésorerie, à côté des rentrées et dépenses courantes liées à l'activité (auxquelles on peut penser de manière naturelle), il faudra également tenir compte de l'impôt à payer (sur ces flux), des modifications au niveau du besoin en fonds de roulement (car qui dit augmentation, par exemple au niveau des flux, dit également bien souvent aussi plus de créances en attente et plus de besoins de trésorerie), et des besoins de réinvestissement dans le futur.

La durée prise en compte pour le calcul des flux peut aller de 4 à 10 ans, avec souvent une durée moyenne de l'ordre des 5 ans. Ensuite, une fois les flux futurs estimés, il va falloir les actualiser, pour les ramener à la valeur d'aujourd'hui. Le taux d'actualisation utilisé sera le WACC (en français, coût moyen pondéré du capital). En gros, ce taux calcule la part des fonds propres et la part de la dette dans le financement de l'entreprise. Il va encore après cela falloir déterminer le coût des fonds propres et le coût des dettes, et faire la moyenne de ces coûts en pondérant sur base de la part que représentent les fonds propres et les dettes dans l'entreprise.

Par rapport au coût de la dette, c'est assez simple à calculer. Par rapport au coût des fonds propres, il faut partir du taux sans risque et ajouter notamment une prime de risque (on n'investit pas dans une entreprise comme on investit dans une obligation d'Etat), et également une prime liée à la petite taille de l'entreprise (la liquidité est moins élevée dans une PME locale que dans une entreprise comme Colruyt, par exemple).

Sans trop rentrer dans les détails, notons également qu'au terme de la durée d'actualisation, on ajoutera encore une valeur terminale (qui sera le flux de trésorerie stabilisé au terme de la période qu'on actualisera à l'infini et qu'on ramènera à la valeur d'aujourd'hui). Enfin, on ajoutera à cette valeur obtenue la situation nette de trésorerie (ou on la soustraira si elle est négative).

LE MULTIPLE EBITDA

(Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization => en français, l'ebitda, c'est en gros le résultat d'exploitation auquel vous ajoutez vos amortissements, réductions de valeur et provisions). Pour tout dire, c'est une des méthodes les plus couramment utilisées pour valoriser une entreprise.

L'avantage de Cette formule est qu'elle est relativement simple et qu'elle permet de comparer assez facilement avec un échantillon composé de sociétés cotées positionnées dans des domaines d'activité proches et qui sont des concurrents directs de l'entreprise à valoriser. Concrètement, les sociétés doivent avoir un certain nombre de similitudes en termes d'activité (produits, clientèle, secteur géographique, risques conjoncturels ou systémiques), de structure de financement et de taille, de perspectives de croissance, de niveau de marge et de modèle économique. En Bourse, cette méthode de valorisation est fréquemment utilisée. Les investisseurs considèrent que le résultat doit le plus souvent être compris entre 8 et 10. Pour une petite entreprise non cotée, le multiple se situe en général plutôt entre 4 et 6. Notons qu'ici aussi, on ajoutera à cette valeur, la situation nette de trésorerie pour connaître la valeur totale des parts de la société.

L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ

Dans cette méthode, la valeur de l'entreprise se calcule en soustrayant la valeur de toutes les dettes et provisions à la valeur de tous les actifs. Si on s'arrête là, il s'agit en fait d'une notion de fonds propres de la structure. Ces fonds propres doivent toutefois être corrigés, soit par des corrections à la hausse (ex : immeubles ou biens d'équipements totalement amortis dans les comptes, stock sous-évalué...) ou à la baisse (ex : créances non récupérables, frais d'établissement...) au niveau des actifs.

Au niveau du passif, certaines corrections peuvent également être nécessaires, notamment pour provisionner certaines dépenses liées à des litiges en cours. À ces corrections doivent venir s'ajouter des ajustements au niveau fiscal, notamment pour tenir compte du fait que le repreneur ne pourra pas amortir les plus-values dont on a tenu compte sur les actifs. Cette méthode de valorisation, contrairement aux autres, a l'inconvénient d'être statique, ce qui signifie qu'elle ne tient compte ni de l'évolution des résultats, ni des perspectives futures.

Et, maintenant, quid du prix final retenu ?

Une fois la valeur établie, et le prix déterminé..., il faut encore vendre. Ben oui, rappelez-vous que c'est l'idée de départ. Et c'est là aussi, souvent, que tout se complique, peut-être davantage encore aujourd'hui d'ailleurs. En temps normal, un cédant souhaite non seulement que le prix de cession de sa société se rapproche le plus possible de la valeur estimée, mais également que celui-ci soit fixé de manière définitive et invariable au moment du closing (c'est-à-dire à la signature). En effet, le cédant préfère le plus souvent clôturer les choses en une fois, et empocher ce faisant la majeure partie du montant en un seul versement. Sauf que le covid est passé par là, et que certaines choses ont (un peu) changé ! Soyons francs, la situation actuelle risque de mettre le cédant dans une position plus fragile qu'hier parlant de négociation.

Les jours à venir ne seront sans doute pas Les meilleurs pour céder

Pour nous, la crise laissera des traces, à tout le moins momentanées. Déjà, nombre d'entreprises vont disposer d'une trésorerie plus 'light' en restant mesuré. En gros, elles risquent d'avoir moins de cash, plus d'endettement financier, des résultats moindres, voire des pertes. Sans compter que, pour d'autres, les marchés futurs risquent également d'être impactés. Or, dans toutes les méthodes que nous avons abordées, ces réalités moins 'sexy' débouchent également sur une diminution de la valorisation. Pour être précis, la prime de risque, c'est-à-dire le rendement supplémentaire que l'investisseur vous demandera pour placer l'argent dans votre PME plutôt que dans un placement sans risque (ex : obligation d'Etat), sera également susceptible d'augmenter.

Défendre la valeur de votre entreprise

Dans la négociation entre un cédant et un acquéreur, tous ces éléments auront forcément un impact. Et, malheureusement, en tout cas si vous êtes cédant potentiel, les arguments vont peser en faveur de l'acheteur. Certes, en tant que cédant, vous essayerez probablement de justifier la situation par son caractère passager. Mais le repreneur, lui, sa prise de conscience du risque sera dorénavant plus prégnante. Et son impact par rapport à votre proposition sera réel. Ce qui était vrai jusqu'en février 2020 ne le sera ainsi plus forcément dans un avenir à moyen terme.

Faire des concessions

La réalité que nous venons de décrire est sans doute un peu cinglante au soir d'un engagement de patron. Et pourtant, vous cacher la vérité n'aurait pas de sens. Nous pensons en effet qu'un patron averti est plus aguerrri pour réagir. Vous ne devez donc rien ignorer de ce qui fait la valeur de votre outil pour faire face à un potentiel acquéreur. Mieux, il nous semble important de vous ouvrir les yeux sur le fait qu'il vous faudra peut-être, bon gré mal gré, accepter certaines concessions si vous souhaitez défendre la valeur de votre entreprise. Les concessions en question ne seront peut-être pas simples à « digérer », nous en avons pointés deux parmi d'autres, à savoir le crédit vendeur et les clauses d'earn out.

LE CRÉDIT VENDEUR

Dans cette formule, le prix est fixe mais vous acceptez que l'acquéreur de votre entreprise, n'aille chercher qu'une partie du financement nécessaire lors de la reprise. Par exemple, si le dossier vaut 1.000.000 d'euros, on pourrait imaginer que le repreneur amène 200.000 euros en fonds propres, qu'il aille voir la banque pour 500.000 euros et qu'il vous propose de vous payer les 300.000 euros qui restent au bout de la première ou de la deuxième année d'activité. Dans cette option, vous acceptez de partager un certain risque avec votre acquéreur. En effet, le paiement des tranches additionnelles sera, d'une part, conditionné au fait que l'entreprise devra faire de bons résultats futurs et, d'autre part, vous n'aurez plus voix au chapitre par rapport aux décisions de l'entreprise. De plus, en cas de problème de paiement, le crédit que vous avez octroyé à votre acquéreur arrivera après les créanciers privilégiés de l'entreprise. Le risque est donc bien présent...

LES CLAUSES D'EARN OUT

Ici, vous acceptez qu'une partie du prix de l'entreprise puisse être variable. Par exemple, et pour le même dossier d'1.000.000 d'euros, on pourrait imaginer que 300.000 euros soient liés à des clauses de maintien et/ou d'augmentation de chiffre d'affaires, ou de résultat d'exploitation. Pour le cédant, il existe ici plusieurs types de risques sur la partie variable. Tout d'abord, il se pourrait que les chiffres prévus pour le futur ne puissent jamais être atteints, notamment à cause de facteurs externes (ex. : une potentielle crise sanitaire). D'autre part, n'ayant pas de contrôle au niveau de l'activité d'exploitation, il se pourrait que l'acquéreur ne déclare pas tout son chiffre, repousse volontairement de la facturation sur les exercices ultérieurs, ou encore gonfle certains frais (ex : rémunération de l'acquéreur) pour faire diminuer les chiffres et, in fine, le complément de prix variable devant être payé au repreneur.

Pour conclure...

Ces deux mécanismes (qui ne sont pas les seuls) vont à l'encontre des souhaits habituels d'un cédant. Ils impliquent en effet du risque et/ou de la variabilité au niveau de la valeur. Cependant, pour le cédant, ça peut être une solution pour tenter de conserver des chances de se rapprocher au maximum de la valeur initiale de l'entreprise. C'est le 'jeu' de toute négociation, dans lequel chacun doit lâcher un peu de lest pour conclure. Les deux formules expliquées ci-dessus peuvent être une manière pour un cédant d'afficher sa bonne volonté et démontrer qu'il croit au potentiel de son entreprise.

Vous vous posez des questions par rapport à la transmission de votre entreprise ? Vous ne savez pas par où commencer ? Contactez notre service transmission, il pourra aborder le sujet avec vous avant de faire appel à de l'expertise externe, en cas de besoin spécifique.

Plus d'infos :
Service d'accompagnement financier et transmission
Benoît Lescrenier
Tél. 061/29 30 47
benoit.lescrenier@ccilb.be

Entreprendre aujourd'hui - N°214 - Mars 2021