

---

# PRATIQUE DE LA VALORISATION D'ENTREPRISE SUR LE MARCHÉ DU M&A

ÉLÉMENTS DE DISCUSSION

FÉVRIER 2022

---

Strictement personnel et confidentiel

# AVERTISSEMENT

---

- Ce document a été préparé par Hottinguer Corporate Finance (« Hottinguer ») à l'attention des participants à la formation ECF Paris Ile de France du 08 février 2022 (les « Destinataires ») pour leur usage exclusif. Il ne doit être considéré qu'en relation avec la présentation orale qui vient le compléter
- Ce document constitue uniquement une base de discussion entre les Destinataire et Hottinguer
- Les informations reprises dans ce document résultent d'une recherche documentaire ou ont été puisées dans des sources dont l'accès nous a été autorisé. Hottinguer n'a procédé à aucune vérification indépendante de ces informations. Le présent document ne prétend être ni exhaustif ni exact, et ne saurait engager la responsabilité de Hottinguer de quelque manière que ce soit

# TABLE DES MATIÈRES

---

<b>Intro.</b>	<b>PRÉSENTATION DE LA BANQUE HOTTINGUER</b>	p.4
<b>I.</b>	<b>LA VALORISATION : UN EXERCICE FINANCIER ... ET BIEN PLUS...</b>	p.7
<b>II.</b>	<b>LES DIFFÉRENTES MÉTHODES ET LEUR UTILISATION</b>	p.12
<b>III.</b>	<b>POINTS D'ATTENTION ET CHAUSSES TRAPPES</b>	p.19
<b>IV.</b>	<b>L'IMPACT DU COVID</b>	p.23
<b>Concl.</b>	<b>UNE « QUOTE » CÉLÈBRE...ET QUELQUES PRINCIPES</b>	p.27

---

**INTRODUCTION.**

**PRÉSENTATION DE LA BANQUE HOTTINGUER**

## NOTRE HISTOIRE : LA FAMILLE HOTTINGUER, UNE DYNASTIE FINANCIÈRE & 4 SIÈCLES D'EXPÉRIENCE

**Le parcours de la famille s'est poursuivi durant six générations portant un projet ambitieux :  
une banque indépendante vouée à ses clients et portant des valeurs d'excellence**



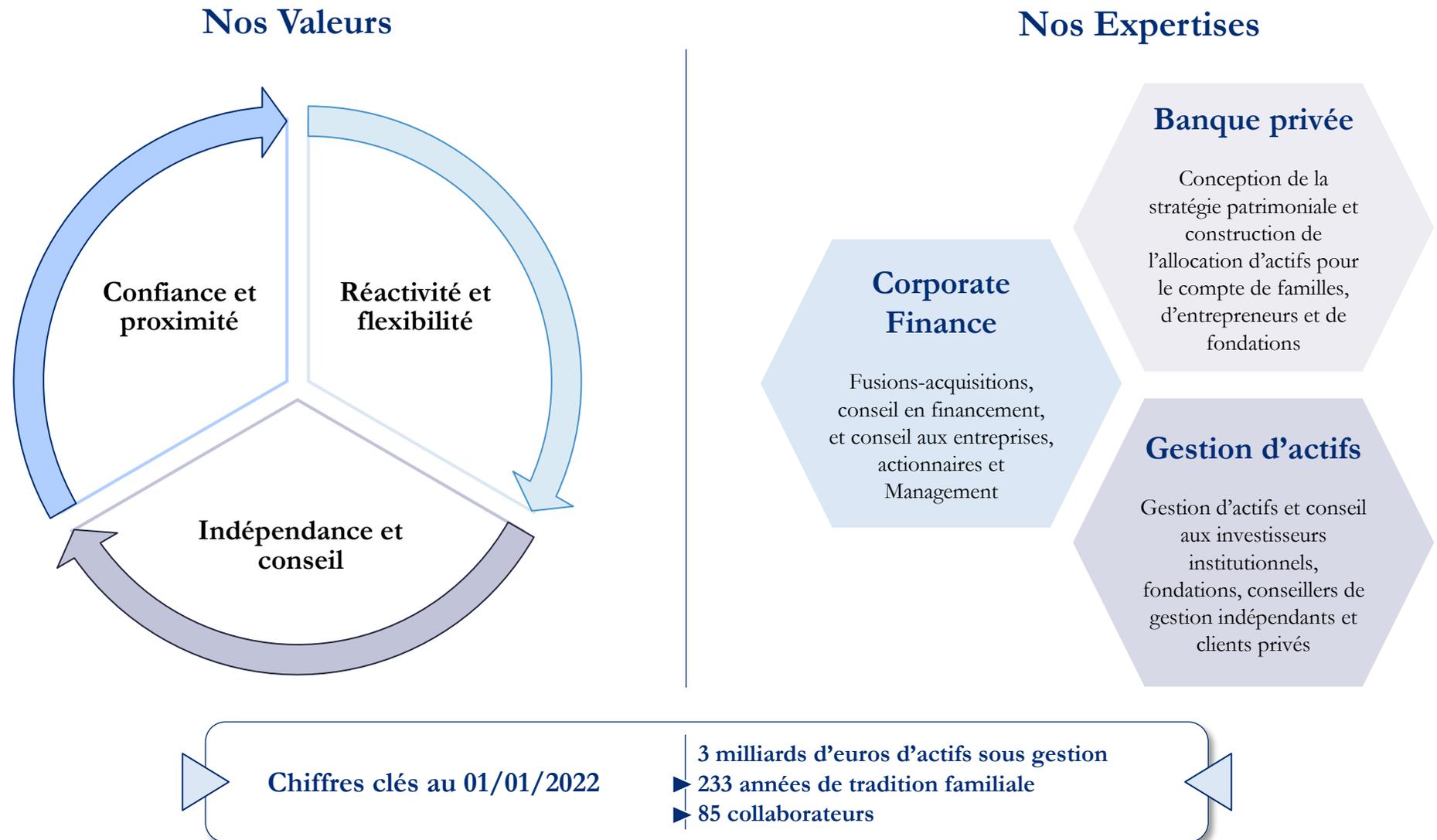
### Dates clés :

- **1989 :** Jean-Philippe Hottinguer crée HR Finance (qui deviendra Hottinguer Corporate Finance)
- **1990 :** La société de gestion rebaptisée HR Gestion obtient son agrément AMF n°GP9036
- **2006 :** HR Banque est agréée par la Banque de France comme Banque
- **2012 :** Banque Jean-Philippe Hottinguer devient Banque Hottinguer et la société de gestion devient Messieurs Hottinguer & Cie Gestion Privée

### Détention capitalistique :

- **59%** Famille Hottinguer
- **24%** Cadres dirigeants
- **17%** La compagnie du Cambodge

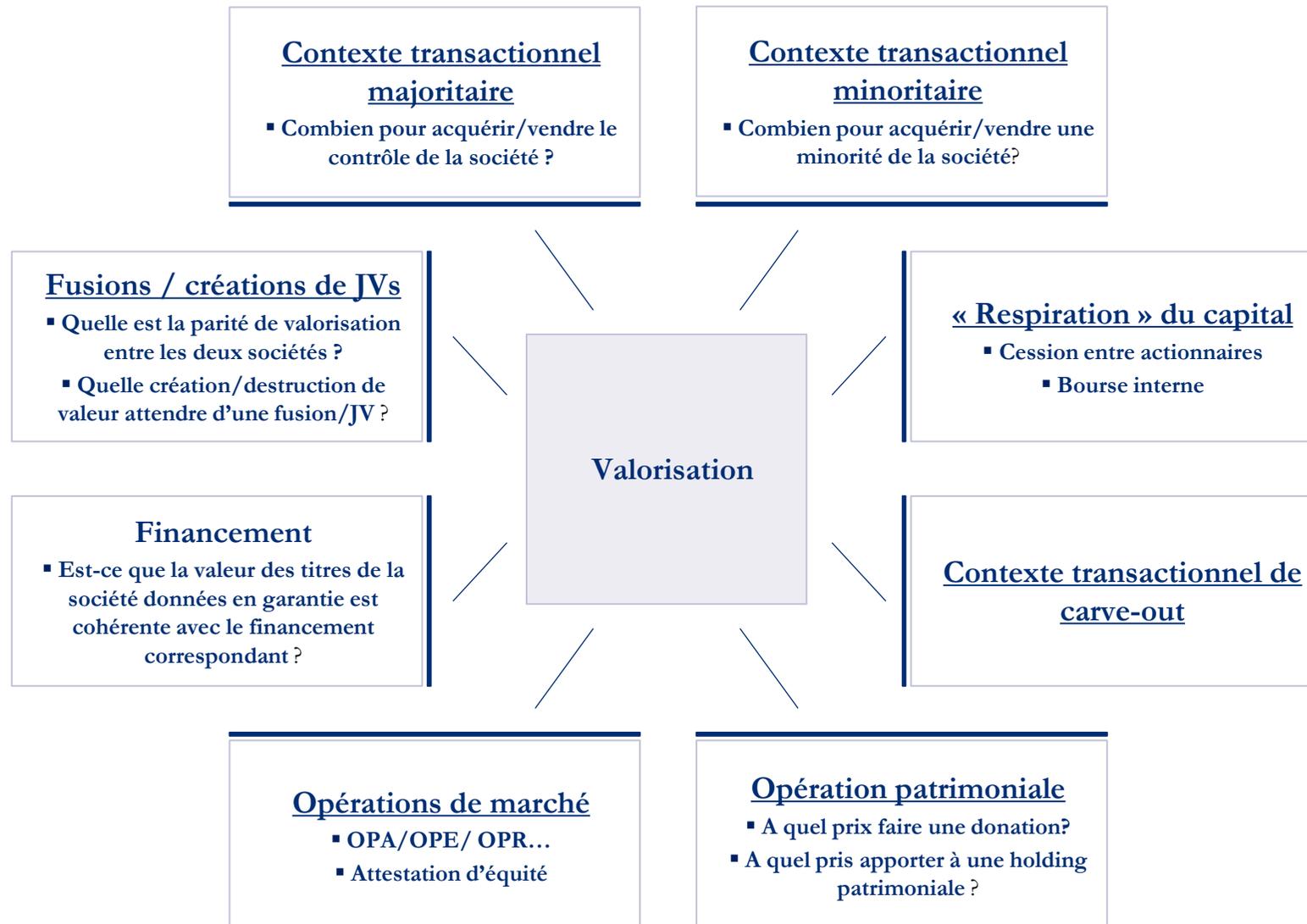
Notre vocation est d'accompagner chaque client dans ses projets de développement ainsi que dans la gestion et la transmission de son patrimoine.



---

## **I. LA VALORISATION : UN EXERCICE FINANCIER ... ET BIEN PLUS...**

## VALORISATION : POUR QUELS USAGES ET DANS QUEL CONTEXTE ?



## LA VALORISATION DANS UN CONTEXTE TRANSACTIONNEL EST IMPACTÉE PAR DE NOMBREUX FACTEURS QUALITATIFS

Impact défavorable sur la valorisation	Facteurs impactant la valeur	Impact favorable sur la valorisation
Business modèle fragile : croissance faible/négative, profitabilité faible/inexistante; peu /pas de génération de cash flow	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Business model</i>, performances et perspectives financières ?</li> </ul>	Business modèle vertueux : croissance forte / forte profitabilité / taux élevé de génération de cash flow
Information incomplète, « obscure » et/ou inaccessible	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disponibilité de l'information ?</li> </ul>	Information complète, transparente et lisible
Restrictions sur la transmissibilité des titres (préemption, <i>Right of first refusal</i> ...)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Facilité/rapidité à échanger le capital ?</li> </ul>	Fluidité dans la liquidité
Opérations minoritaires, titres ne bénéficiant pas de droits sur la gouvernance de la société	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Type d'opération (majo vs mino) /</li> <li>• droits extra-financiers attachés au capital ?</li> </ul>	Opérations majoritaires / titres bénéficiant de droits significatifs sur la gouvernance de la société
Taille très faible	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taille de la société ?</li> </ul>	Taille significative
Réglementation restreignant l'évolution du capital (ex : droit de véto de l'Etat sur certains secteurs) ou du business (ex: médicament)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contraintes réglementaires ?</li> </ul>	Pas de réglementation contraignante sur l'évolution du capital / l'activité
Crise économique, éclatement de bulle, nécessité urgente et impérieuse de vendre	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contexte de marché ? Contexte du vendeur/acheteur ?</li> </ul>	Environnement macroéconomique positif, bulle de marché, nécessité urgente et impérieuse d'acheter
Rareté et coût élevé du financement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Impact du financement ?</li> </ul>	Abondance et faible coût du financement

EN AMONT DE TOUT TRAVAIL DE VALORISATION, LA COMPRÉHENSION INTIME DU BUSINESS MODÈLE DE LA SOCIÉTÉ A ANALYSER EST CRITIQUE

Opérations		Finance	
<b>Offre de valeur</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Proposition de valeur</li><li>▪ Facteurs de différenciation</li><li>▪ Positionnement concurrentiel</li><li>▪ ...</li></ul>	<b>Flux de revenus</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Volume / Prix</li><li>▪ Niveaux de marge brute</li><li>▪ Pérennité des sources de revenus</li></ul>
<b>Clients et marchés</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Marché cible</li><li>▪ Canal de distribution</li><li>▪ Politique marketing</li><li>▪ Relations clients</li><li>▪ ...</li></ul>	<b>Structure de coûts</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Charges fixes, charges variables</li><li>▪ Intensité capitalistique</li><li>▪ Poids de la R&amp;D</li><li>▪ ...</li></ul>
<b>Infrastructure et outils</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Capacités de production</li><li>▪ Organisation opérationnelle</li><li>▪ Ressources humaines</li><li>▪ Partenaires</li><li>▪ ...</li></ul>		

**=> La compréhension préalable du business modèle permet d'avoir un regard critique sur la performance financière passée, actuelle et prévisionnelle de la société , central à l'exercice de valorisation**

## QUELLES QUESTIONS SE POSER POUR COMPRENDRE ET « CHALLENGER » UN BUSINESS MODÈLE ?

### Environnement sectoriel & marché

- Marché de masse ou marché de niche ?
- Marché cyclique ou acyclique ?
- Marché mature, en croissance ou en décroissance ?
- Intensité concurrentielle ?
- Barrières à l'entrée ?
- Quel client direct et quel client final ?
- Accès au client : direct, intermédié, loyauté/pérennité ?
- Environnement réglementaire ?
- Répartition géographique de l'activité ?
- Innovations récentes et impacts sur le marché ?
- ...

### Caractéristiques relatives à l'activité elle-même

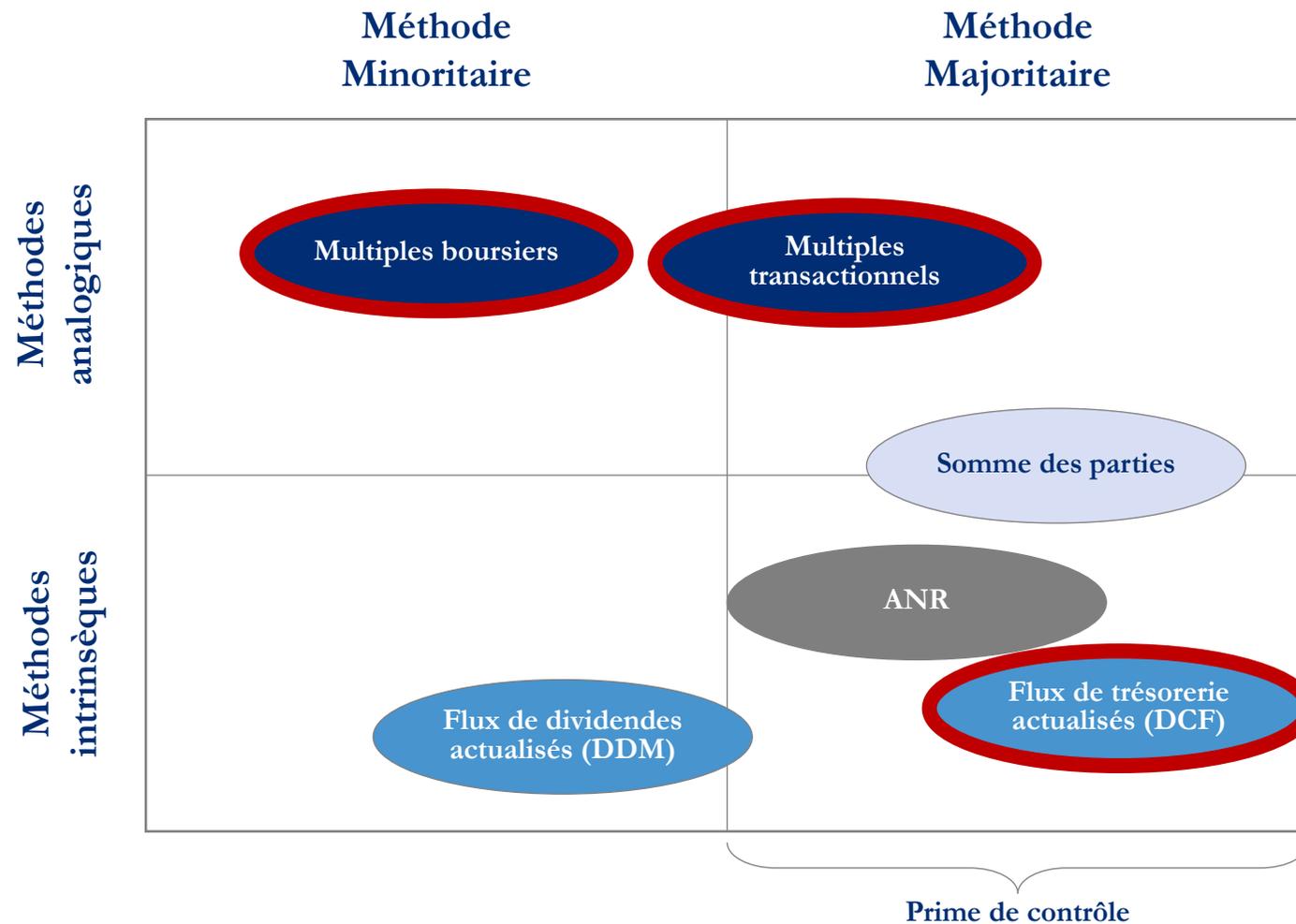
- Intensité capitalistique ? Besoins en fonds de roulement ?
- Rentabilité brute, nette ?
- Exposition/vulnérabilité à des évolutions technologiques/réglementaires/de marché majeures ?
- Poids de la R&D ?
- Poids des principaux clients / concentration du portefeuille ?
- Force de la marque ?
- Capacité de négociation avec fournisseurs/clients ?
- Climat RH ?
- ...

- Ces éléments permettent d'affiner le travail de valorisation, autant sur les approches analogiques (constitution, ajustement et analyse des échantillons) que sur les approches intrinsèques (ajustement de l'ANR, revue du BP pour DCF)
- Ils sont clés pour des approches de scénarios de sensibilité

---

## **II. LES DIFFÉRENTES MÉTHODES ET LEUR UTILISATION**

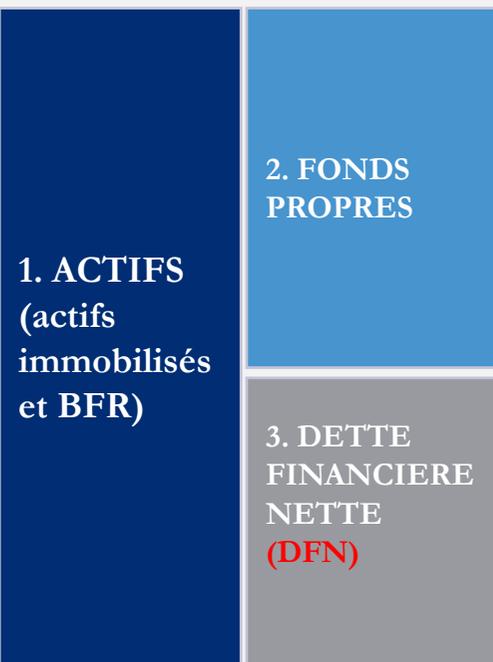
## RAPPEL DES PRINCIPALES MÉTHODES D'ÉVALUATION : PANORAMA GÉNÉRAL PAR TYPE DE MÉTHODE



LES MÉTHODES PRIORITAIREMENT UTILISÉES REPOSENT SUR QUELQUES AGRÉGATS CLÉS

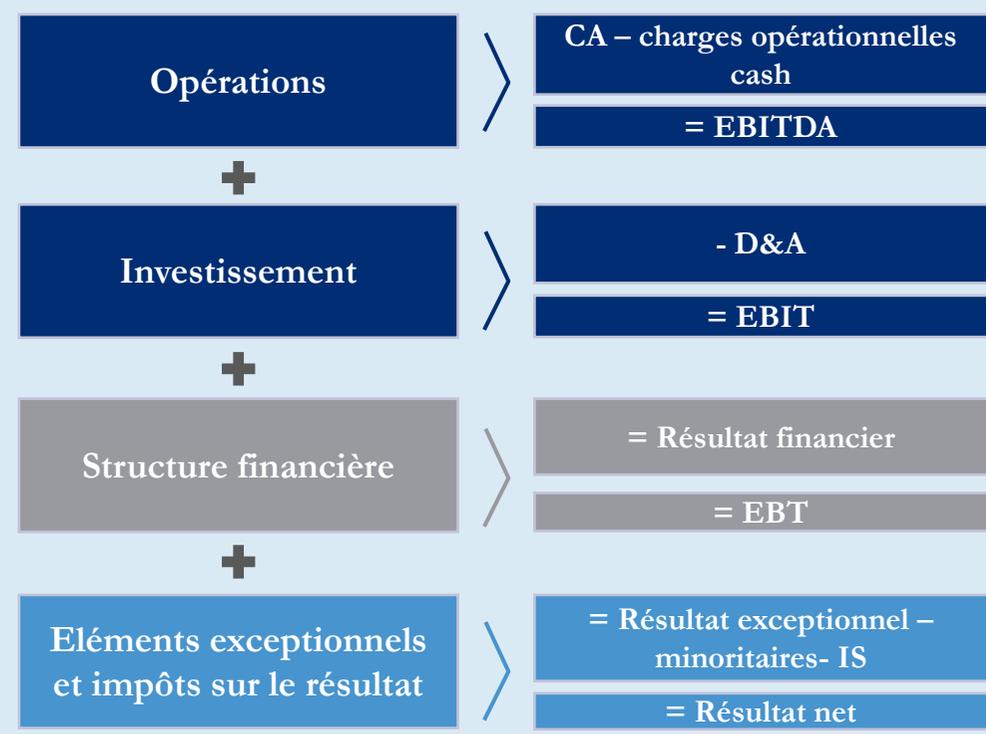
Une approche de la valeur d'entreprise par le bilan financier...

VALEUR D'ENTREPRISE (VE)



VALEUR DES FONDS PROPRES = VALEUR DES TITRES/ACTIONS (VT/VA)

...mise en perspective par les indicateurs de performance économique



Lien entre VE, VT et DFN

VALEUR DES TITRES (VT)

=

VALEUR D'ENTREPRISE (VE)

-

DETTE FINANCIERE NETTE (DFN)

⇒ Un actionnaire n'a généralement d'intérêt ultime que la valeur des titres

⇒ Dès lors, un travail sérieux de valorisation nécessite une compréhension fine et concomitante de ces 3 agrégats ci-dessus

Principaux multiples extériorisés

VE/CA

VE/EBITDA

VE/EBIT

VT/Résultat net

⇒ Les multiples ci-dessus reflètent la nécessaire cohérence entre les masses de VE et VT et les agrégats correspondants au sein du compte de résultat

## EBITDA : UN AGRÉGAT FINANCIER PRIVILÉGIANT UNE APPROCHE ÉCONOMIQUE A LA RECHERCHE DE L'EBITDA NORMATIF

### Excédent Brut d'Exploitation

- Ajustements  
« comptables »  
immédiats

-  
-

Provisions à caractère cash

Participation et intéressement  
des salariés

- Retraitement des provisions portant sur des événements devant entraîner avec certitude ou forte probabilité un débours cash

- Considérés comme un complément de rémunération du personnel

### = EBITDA « comptable »

+ Autres  
ajustements  
liés aux taxes et  
impôts

+  
+  
+

Crédit d'impôt recherche

Crédit-bail (part du loyer  
correspondant à la charge

[CVAE]

- Retraitement pouvant être justifié sur la part du CIR jugée pérenne (ex: sociétés avec une R&D avérée et non remis en cause par les services fiscaux)

- Retraitement de la part de loyer correspondant à la charge financière

- Ajustement valable sur le plan technique, si on considère que la CVAE est assimilée à un impôt sur le résultat...mais souvent sujet à « débats » dans les transactions...

+/- Ajustement  
d'éléments non  
récurrents (liste  
non  
exhaustive)

+  
-

Charges liées à des  
événements exceptionnels

Produits liés à des  
événements exceptionnels

- Si non déjà comptabilisée dans le résultat exceptionnel

- Ex : restructuration exceptionnelle, frais de conseil exceptionnel, nouveauté 2020 : EBITDA pré-Covid

- Si non déjà comptabilisée dans le résultat exceptionnel

- Ex : subvention non récurrente, commandes exceptionnelles non récurrentes

### = EBITDA ajusté

+/-  
Ajustements  
« run-rate »

+  
+

Effet 12 mois d'évènements  
matériels

[effet « ramp-up » de revenus  
ou charges]

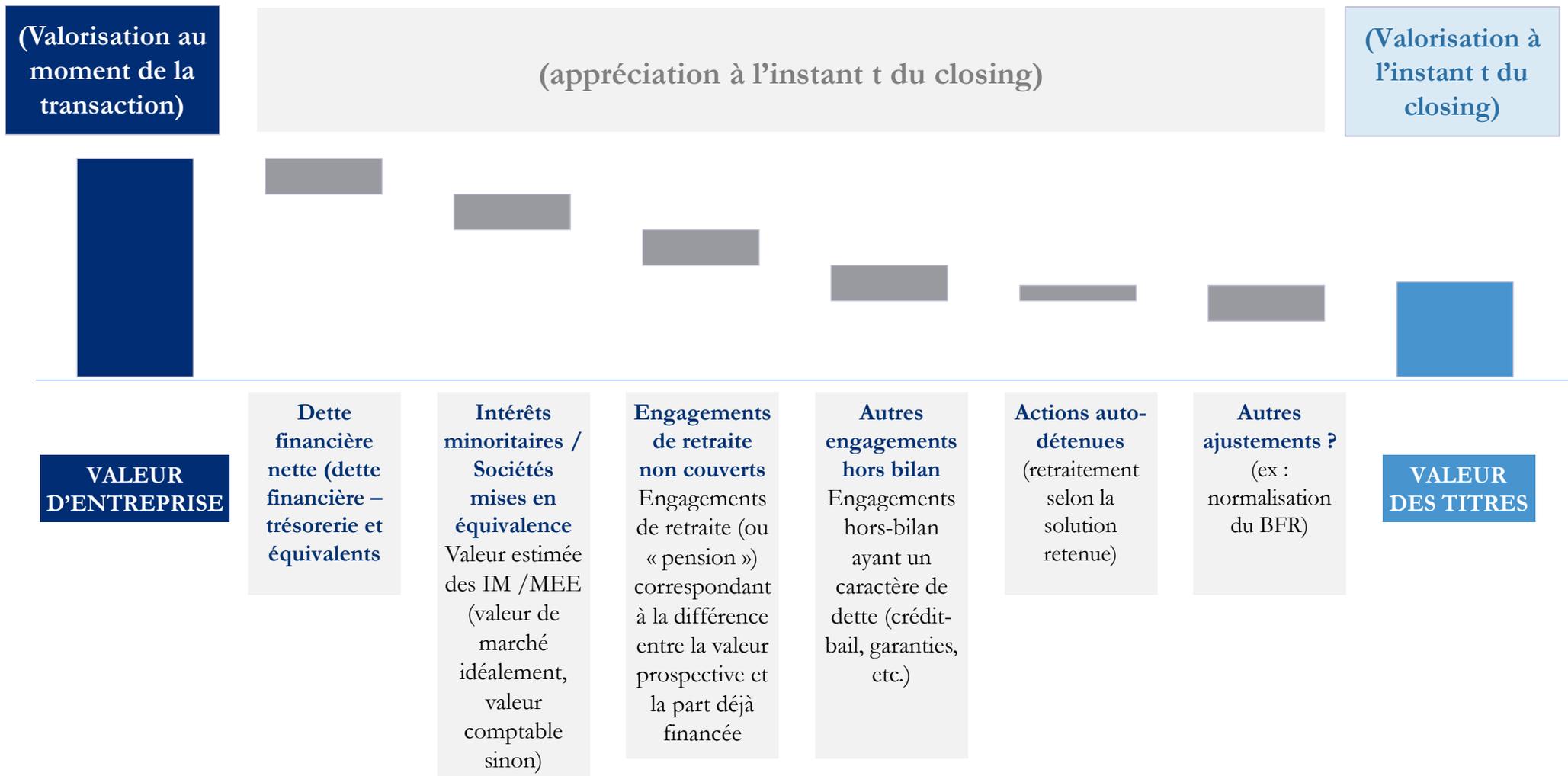
- Ex : acquisition ou cession d'une activité/division à mi- année, effet année pleine d'un contrat commercial à forte visibilité, plan d'économies mis en place à mi année....

- Plus délicat à analyser et valider

- Prise en compte anticipée du rythme de croisière d'un nouvelle source de revenus (ex : nouveau contrat, nouvelle ligne de production) ou d'économies de charges (ex: ajustement d'effectifs)

### = EBITDA « run-rate »

UNE FOIS LA VALEUR D'ENTREPRISE DÉTERMINÉE, QUELS POINTS D'ATTENTION À AVOIR AVANT DE DÉTERMINER LA VALEUR DES ACTIONS/TITRES ?



⇒ Une fois la valeur d'entreprise établie, il convient d'être particulièrement vigilant dans la détermination de la dette nette et des éventuels ajustements rattachés. Ces éléments peuvent fortement affecter la valeur des fonds propres ultimement déterminée

## RAPPEL DES PRINCIPALES MÉTHODES D'ÉVALUATION (1/2 : CARACTÉRISTIQUES RESPECTIVES DES DIFFÉRENTES MÉTHODES)

Méthodes analogiques		Méthodes intrinsèques		Méthode « mixte »
Multiples boursiers	Multiples de transactions	Méthodes DCF / DDM	Actif net réévalué	Somme des parties
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Comparaison avec des sociétés cotées présentant des <b>similarités opérationnelles et financières</b></li> <li>▪ Valorisation par divers <b>multiples, financiers (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT, VT/RN)</b> ou opérationnels et sectoriels spécifiques (VE/m<sup>2</sup>, VE/Nombre de sièges de cinéma etc.)</li> <li>▪ Approche fondée sur l'appréciation par le marché de la valeur de la société en parallèle de ses performances actuelles et futures</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Comparaison avec des <b>transactions de contexte similaire</b>, portant sur des sociétés de structure/ d'activité comparables</li> <li>▪ Méthode dérivée de celle des multiples de sociétés cotées comparables (notamment en matière de multiples à retenir)</li> <li>▪ Approche fondée sur l'appréciation de la valeur d'entreprise à travers les prix effectivement payés dans des transactions de taille matérielle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Valorisation sur la base de la valeur actualisée des (<b>free cash flows + d'une valeur de sortie résiduelle</b>) (DCF)</li> <li>▪ Le taux d'actualisation correspond au « <b>WACC</b> » ou <b>CMPC</b> (coût moyen pondéré du capital)</li> <li>▪ Une méthodologie proche permet de valoriser des fonds propres en substituant les FCF par <b>les dividendes</b>, actualisés au coût des fonds propres (DDM). Rarement utilisée car liée à une décision actionnariale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estimation de la valeur d'une entreprise sur la base de la <b>valeur de marché de ses actifs &amp; passifs</b></li> <li>▪ Cette méthode combine une base comptable et une approche économique, visant à apprécier/ajuster actifs et passifs afin d'avoir la vision la plus juste de la valeur</li> <li>▪ Méthode généralement utilisée dans les sociétés dont <b>l'essentiel de la valeur est constitué par un portefeuille d'actifs qui peut faire l'objet d'une rotation (foncières, holdings..)</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Somme des valorisations spécifiques faites par des méthodes variées et adaptées à <b>chaque activité/actif d'une société</b></li> <li>▪ Permet de valoriser un groupe <b>dont les activités sont très différentes en matière de secteurs</b></li> <li>▪ Nécessite aussi généralement <b>d'isoler les flux économiques transversaux</b> aux parties à valoriser (coûts centraux)</li> </ul>

## II. LES DIFFÉRENTES MÉTHODES ET LEUR UTILISATION

### RAPPEL DES PRINCIPALES MÉTHODES D'ÉVALUATION (2/2 : AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES DIFFÉRENTES MÉTHODES RESPECTIVES)

Méthodes analogiques		Méthodes intrinsèques		Méthode « mixte »
Multiples boursiers	Multiples de transactions	Méthodes DCF / DDM	Actif net réévalué	Somme des parties
<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ Reflète l'estimation du marché à partir des prévisions de résultats de la société sur la base d'un benchmark sectoriel large</li> <li>▲ Prend en compte l'ensemble des informations disponibles sur le marché des capitaux</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ Reflète la valeur stratégique d'une société, et les considérations liées à sa taille</li> <li>▲ Prise en compte de l'importance de la participation vendue, et notamment de la prime de contrôle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ Fournit un cadre théorique et analytique lisible de la valorisation et tient compte de la valeur intrinsèque de la société</li> <li>▲ Permet de créer un lien direct entre les perspectives intrinsèques de la société et sa valorisation, et limite le biais de comparaisons extérieures (vs multiples)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ Permet souvent de donner une indication de valorisation « plancher », car ne prenant pas en compte les flux futurs de la société</li> <li>▲ Méthode trouvant ses attaches dans la comptabilité de la société, généralement moins sujette à débats que sur des hypothèses de flux futurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ Permet de décomposer la valeur d'un groupe de sociétés/activités en ensembles de valorisation distincts et compréhensibles</li> <li>▲ Seule méthode non protestative pour extraire la valeur individuelle d'actifs hétérogènes au sein d'un même ensemble</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▼ <b>Difficultés à comparer</b> les sociétés entre elles</li> <li>▼ <b>Pas d'appréhension des primes stratégiques</b>, de prime de contrôle et des synergies</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▼ <b>Difficulté de trouver des transactions publiques renseignées de manière fiable</b></li> <li>▼ Difficulté de trouver des transactions <b>vraiment comparables</b> en termes de business/contexte de valorisation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▼ <b>Modèle très sensible aux paramètres choisis</b></li> <li>▼ La « <b>valeur terminale</b> », par définition plus aléatoire, introduit une incertitude</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▼ <b>Méthode par définition « statique »</b>, ie ne prenant pas en compte les développements attendus de la société</li> <li>▼ Nécessité d'une connaissance intime de la société afin de pratiquer les ajustements/réévaluations de façon pertinente et correcte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▼ <b>Difficultés d'accès à une information fine</b></li> </ul>

---

### **III. POINTS D'ATTENTION ET CHAUSSES TRAPPES**

## DFN : UN UNIVERS FOISSONNANT DE « PIÈGES », QUELQUES CONSEILS :

<b>Bien garder en tête la cohérence de la DFN avec l'EBITDA retenu</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Certains ajustements d'EBITDA nécessitent de prendre leur « pendant » en DFN. Par exemple : de même que l'EBITDA est ajusté de la part financière des loyers de crédit-bail, la DFN devra intégrer l'endettement correspondant</li></ul>
<b>Prudence sur la trésorerie : bien identifier et quantifier les « cash traps »</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Certaines activités favorisent des situations de « cash trap », où une part de la trésorerie est immobilisée, voire à jamais inaccessible, sans que cela ne puisse être dans la comptabilité de la société. Exemples :<ul style="list-style-type: none"><li>• Trésorerie dans des filiales étrangères de pays interdisant le rapatriement de devises</li><li>• Encours de trésorerie minimum pour le bon fonctionnement de l'activité (ex : réseaux retail)</li></ul></li></ul>
<b>Bien cerner le véritable endettement brut à court terme : le cas de l'escompte et du factor</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Pour les sociétés recourant significativement à l'escompte, il convient de réintégrer les montants de créances escomptées non échues dans les créances et diminuer d'autant le montant de la trésorerie (ou augmenter le montant des dettes de trésorerie), ceci afin de mieux cerner le niveau de BFR et d'endettement de la société</li><li>▪ Cet exercice peut également être réalisé sur des opérations de factor déconsolidant (bien que sujet à débats)</li><li>▪ Le rationnel sous-jacent est qu'en cas d'arrêt de ces outils de mobilisation de créances, la société doit trouver un financement de remplacement</li></ul>
<b>Ne pas oublier de retraiter les actions auto-détenues</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Ce cas est relativement rare mais doit être pris en compte dans le calcul de la valeur des titres : une société détenant une partie de ses propres actions, peut soit les annuler, soit les réattribuer à ses actionnaires au prorata de leur pourcentage de détention. Il convient de les retraiter selon la solution retenue</li></ul>
<b>Déficits fiscaux : une réserve de valeur additionnelle à ne pas occulter</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Il arrive que la société bénéficie de déficits fiscaux antérieurs susceptibles de générer des économies substantielles d'impôt sur plusieurs années</li><li>▪ Dans le cas de certaines transaction, l'acquéreur d'une société arrive ainsi à également bénéficier de cet avantage économique</li><li>▪ Dès lors, il convient d'ajouter la valeur correspondante (généralement estimée sur la base des flux d'économie d'impôts actualisés) à celle de la valeur des titres</li></ul>

## LE DCF: UNE MÉTHODE TRÈS SENSIBLE, NÉCESSITANT UNE VIGILANCE À TOUS LES NIVEAUX DE RÉALISATION

Quel business plan ? Sur quelle durée ?

- Cohérence par rapport à la performance historique ? aux perspectives ?
- Est-ce que le BP offre une visibilité suffisante sur le moyen terme (>3 ans) ?
- Pertinence sur l'horizon retenu ?

Est-ce que le flux normatif et le coût moyen pondéré du capital reflète bien la situation de la société ?

- **Note : la valeur terminale actualisée dans un DCF sur 5 ans peut représenter jusqu'à 75% de la valeur de l'entreprise ! Le flux normatif et le coût moyen pondéré du capital (« CMPC » ou « WACC ») sont des paramètres critiques !**
- Est-ce le flux normatif de l'année terminale est réaliste ?
- Pertinence du CMPC :
  - prime de risque (géographie , risque spécifique ...)
  - Beta
  - ratio fonds propres/dette retenu dans le calcul du CMPC
  - économie d'impôt reflétée dans le coût de l'endettement

Quel taux de croissance à l'infini ?

- Est-ce que le taux de croissance à l'infini est en ligne avec la croissance à long terme des sous-jacents macro-économiques de la société ? (> 5 ans) ?

Passage de la VE à la VA : une nécessaire cohérence de temporalité entre les deux agrégats !

- Il convient de bien vérifier qu'il n'y pas de double comptabilisation - ou à l'inverse d'oubli - d'une part de la trésorerie au moment du calcul de la VT depuis la VE issue du DCF ! Par exemple :
  - Si le DCF calcule la VE au 1<sup>er</sup> janvier 2020, la DFN à retrancher de la VE doit être au 31 décembre 2019
  - Si le DCF calcule la VE au 1<sup>er</sup> juillet 2020 i) le BP ne doit prendre en compte qu'une 1<sup>ère</sup> demi année de flux dans le DCF (en 2020), diminuée de la DFN au 30 juin 2020

## MULTIPLES BOURSIERS/DE TRANSACTION : PRUDENCE POUR ÉVITER DES RATIOS MATHÉMATIQUEMENT EXACTS MAIS ÉCONOMIQUEMENT ERRONÉS !

**Ne pas rapporter des choux à des carottes !**

**Multiples de valorisation exploitables ?**

- VE / EBITDA ✓
- VE / EBIT ✓
- Price / Earnings ✓
- Price / EBITDA ✗
- Price / EBIT ✗
- VE / Earnings ✗

**Être prudent dans la constitution de ses échantillons**

**Ex : comparables de Renault ?**

- Stellantis ✓
- Volkswagen ✓
- GMC (USA) ++/-
- Tesla ✗
- Michelin ✗
- Tata Motors (Inde) +/-

**Se méfier des différences de référentiels comptables, et ajuster ces différences s'il y a lieu**

**Quelques points d'attention :**

- French GAAP ? IFRS ? US GAAP ? Autre ?
- Approche de constatation du chiffre d'affaires ?
- Localisation des charges opérationnelles dans le compte de résultat ?
- Politique d'amortissement et de provisions ?
- Approche de comptabilisation du crédit-bail ?
- Comptabilisation des engagements de retraite ?

**Autres pièges ?**

**Sélection de pièges « classiques » à éviter:**

- Est-ce que les sociétés clôturent leurs comptes à la même période ? (sinon « calendariser »)
- Est-ce que l'ensemble des données sont bien dans la même monnaie ? (ex : cas sociétés cotées hors de leur marché local)
- Est-ce qu'il n'y a pas un « oubli » d'une classe d'actions/titres à ajouter dans le calcul de capitalisation boursière ?
- Est-ce que d'éventuels événements récents sont bien pris en compte dans les agrégats retenus ? (ex : suite à la cession/acquisition d'une activité à mi-année)

---

## **IV. L'IMPACT DU COVID**

## LA CRISE DU COVID : UN « MARQUEUR » QUI EXTÉRIORISE LA FRACTURE OBSERVÉE SUR CERTAINS SECTEURS ET TYPES D'ENTREPRISES

---

### Entreprises « fragiles » avant la crise du Covid

- Business models fragiles
- Performances financières faibles / négatives
- Entreprises en situation d'endettement excessif
- ▶ Perspectives davantage assombries sur la valorisation, et surtout les chances de transactions favorables à court terme (voire transactions tout court)

### Entreprises « bousculées » par le Covid

- Business models sensibles à la mobilité physique (tourisme, restauration, transports, aéronautique, commerces physiques etc.)
- Entreprises actives dans des zones géographiques lourdement affectées par la crise sanitaire
- ▶ Changement de paradigme : désaffection des investisseurs se traduisant par une hausse des rendements exigés sur ce type d'actifs, et une forte baisse correspondante des valorisations. Devront attendre des catalyseurs de retournement, voire un changement de cycle

### Les « gagnants » de la crise

- Business models offrant des solutions à la crise du Covid et la façon de « mieux vivre » avec : santé, logistique, vente à distance, digital en général
- Entreprises ayant profité de la crise du Covid pour restructurer en profondeur leurs organisations ; devenues ou en train de devenir plus agiles et résilientes
- ▶ Appétence des investisseurs, cherchant un « flight to quality ». Cela se traduit par une hausse des valorisations, sans affecter le volume de transactions sur ce type d'actifs

#### IV. L'IMPACT DU COVID

### VALORISATION BOURSIÈRE : DES DIFFÉRENCES SIGNIFICATIVES DANS L'AMPLEUR DU REBOND SUIVANT LES ZONES GÉOGRAPHIQUES & LES SECTEURS D'ACTIVITÉS

Graphiques de l'évolution des cours d'indices boursiers géographiques et sectoriels

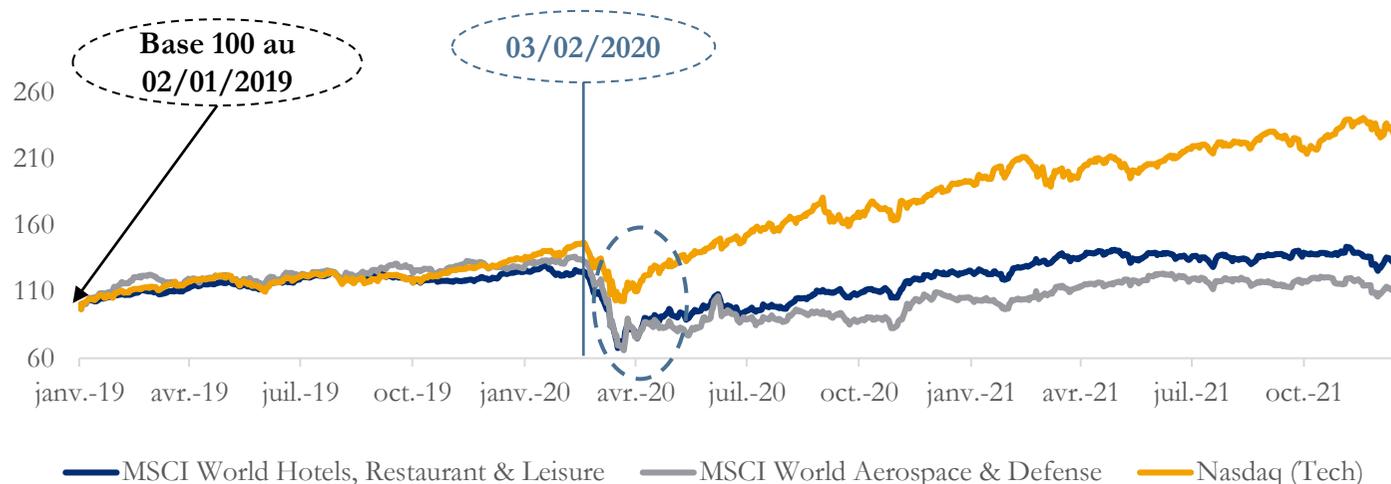
Covid et Impact géog.



Variations observées (si établissement d'une base 100 au 03/02/2020) :

	Au point le plus bas du krach	Au 31/12/2021
Shanghai SE 50 (Indice Chine)	-6%	+20%
MSCI World	-32%	+37%
CAC 40	-36%	+23%

Covid et Impact sectoriel



Variations observées (si établissement d'une base 100 au 03/02/2020) :

	Au point le plus bas du krach	Au 31/12/2021
Nasdaq (Tech)	-26%	+69%
MSCI World Aerospace & Defense	-50%	-12%
MSCI World Hotels, Restaurant & Leisure	-47%	+14%

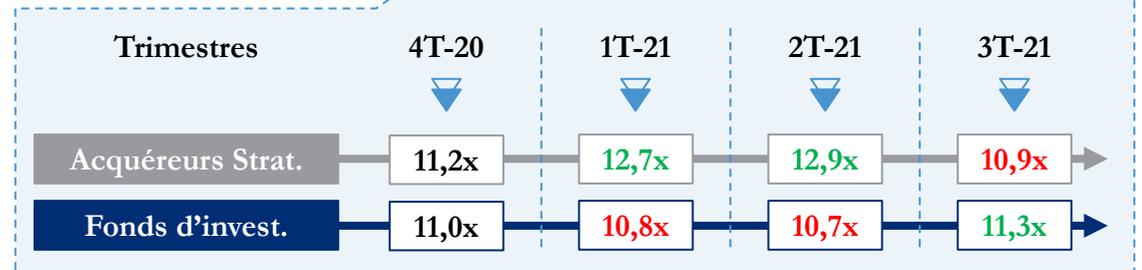
## VALORISATION DU NON COTÉ : DES NIVEAUX DE MULTIPLES ÉLEVÉS, SOUTENUS PAR LES SECTEURS ET SOCIÉTÉS LES PLUS RÉSILIENTS

Graphique de l'évolution de l'indice Argos : multiples EV/EBITDA médians des transactions entre [15-500]M€ en zone Euro



- ⇒ Le premier impact Covid s'est reflété sur le S1 2020 par une baisse mesurée des multiples de transactions
- ⇒ Ils retrouvent leurs niveaux pré-crise après c. 6 mois portés par :
  - L'appétit des fonds d'investissement décuplé par la pour les secteurs Covid-proof
  - Les acquisitions opportunistes des stratégiques sur des sociétés ayant subi la crise ou permettant de renforcer leur positionnement
  - Une reprise de la croissance économique plus rapide et prononcée que prévu (vaccination, aide des états et des banques centrales, etc...)

Zoom sur les 4 derniers trimestres





*« Price is what you pay, value is what you get »*

- Warren Buffet, CEO Berkshire Hattaway  
(capitalisation boursière de c. 705 Mds \$)
- Fortune estimée de près de +100 Mds \$

► Toujours garder à l'esprit que :

- Valeur d'un actif  $\neq$  prix d'un actif
- La valorisation n'est pas une science exacte : autant de valeurs que d'évaluateurs
- Le cadre et le contexte de la valorisation sont aussi importants que la valorisation en elle-même
- La valorisation est une « photo » à un temps t, donc rester humble sur cet exercice, encore plus quand les temps à venir sont incertains