

FUSIONS-ACQUISITIONS

LA VALORISATION
À L'ÉPREUVE DU COVID-19

Source d'incertitude sur les perspectives d'activité, la crise sanitaire a rendu plus complexes les processus d'évaluation financière des entreprises.

ÉRIC SAUDEMONT

Le 27 août, l'équipementier Figeac Aéro, fleuron des ETI de l'aéronautique, a annoncé un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) visant à supprimer un tiers de l'effectif de son usine implantée dans le Lot. Confronté à la crise sans précédent de l'aéronautique, l'industriel a vu sa situation financière se dégrader et son cours de Bourse chuter de 56 % au cours des six derniers mois. Comme bon nombre de sous-traitants du secteur, la PME pourrait se retrouver, à terme, engagée dans un mouvement de consolidation de sa filière. Il faudra alors que vendeurs et acheteurs s'entendent sur un prix de cession et sur un niveau de valorisation pour chaque entreprise concernée.

Seule certitude : malgré quelques grandes opérations médiatiques comme le rapprochement de Veolia et de Suez, la crise du Covid-19 a commencé par mettre un coup de frein au marché des fusions-acquisitions. « Nous avons constaté une baisse de l'activité d'environ 45 % en volume sur la période de

janvier à juin 2020 par rapport à la même période l'an passé », analyse Marc Sabaté, le directeur général et associé d'In Extensio Finance & Transmission, un cabinet de conseil spécialisé dans les opérations « small cap », les valorisations comprises entre 1 et 5 millions d'euros. « Il est vrai que 2019 avait été une année de très forte activité sur le marché du M&A [mergers and acquisitions, fusions et acquisitions, ndlr], tempère l'expert.

Recul des valorisations

« Beaucoup d'entrepreneurs ont stoppé les deals en cours, non seulement à cause d'un manque de visibilité ou de confiance dans l'avenir, mais aussi parce qu'ils s'interrogeaient sur leur capacité à gérer efficacement les sociétés acquises dans ce contexte de crise sanitaire et économique », explique

de son côté Roland Vacheron, le fondateur du cabinet Ad Res Conseil et président de la Compagnie nationale des conseils en fusions et acquisitions (CNCFA). Cette baisse en volume des opérations de M&A au cours du premier semestre 2020 s'est accompagnée d'un recul des valorisations sur les opérations réalisées. « Nous avons constaté une baisse de l'ordre de 30 % des multiples de chiffre d'affaires et de près de 20 % des multiples d'Ebitda, précise Marc Sabaté. Ce qui est resté limité si l'on considère la baisse des volumes et le fait que les multiples d'Ebitda en 2019 étaient particulièrement élevés. »

VOUS AVEZ DIT «EBITDAC»?

Après l'Ebitda (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), les directions financières ont inventé le concept de l'Ebitdac, c'est-à-dire l'Ebitda « hors effet Covid-19 ». Il ne fait pas l'unanimité. « Le calcul de la capacité d'endettement à l'aide

de l'Ebitdac est inapproprié, a commenté l'European leveraged finance association (Elfa). Il n'est nullement garanti que cet indicateur reflète des tendances opérationnelles prospectives et il ne devrait pas être utilisé comme mesure

de calcul à quelque fin que ce soit dans les documents relatifs à la dette ». Quant à l'Autorité européenne des marchés financiers (Esma), elle a incité les entreprises à « faire preuve de prudence » lorsqu'elles ajustent leur performance

financière et opérationnelle. Enfin, l'agence de notation Fitch Ratings a estimé que « de telles mesures sont peu fiables et sujettes à caution ». Fermez le ban !



La crise a fait plonger le cours en Bourse de nombre d'entreprises, à l'instar de Figeac Aéro, et ralenti le marché des fusions et acquisitions.



Gilles Dunand-Roux, auditeur financier au sein du cabinet Mazars

« La situation sanitaire actuelle peut générer des coûts additionnels liés aux contraintes sur le lieu de travail qu'il est difficile d'estimer. »

Dans tous les cas, en ces temps très incertains - où plus de 700 000 demandes de prêts garantis par l'État (PGE) ont été contractées par les entreprises françaises depuis la mi-mars, pour plus de 125 milliards d'euros à la mi-septembre -, la question de l'évaluation financière d'une société cible a gagné en complexité. Comme en témoigne la chute des Bourses européennes depuis le mois de février, la crise liée au Covid-19 a touché l'ensemble des secteurs économiques, mais de manière différenciée. Si certains, notamment le transport aérien, l'automobile et le tourisme, ont beaucoup souffert, d'autres ont maintenu, voire développé, leur chiffre d'affaires. C'est le cas, par exemple, des industries des télécoms, du numérique et de la pharmacie. « L'un des enjeux est de déterminer quelles seront les conséquences

du nouvel environnement économique sur le business model des entreprises, insiste Maxence Bloch, avocat spécialiste des fusions-acquisitions et associé au sein du cabinet Goodwin. Dans le commerce, par exemple, les habitudes de consommation ont fortement évolué. De plus, cette crise est un formidable accélérateur de la transformation digitale des entreprises. »

Inquiétudes sur la rentabilité future

Face à ces questionnements concernant les conditions de la poursuite de l'activité, « de nombreux dossiers de M&A restent à l'étude, mais la décision de relancer le processus de vente a été repoussée à la fin du premier trimestre 2021 pour mieux comprendre quel sera l'effet réel de cette crise », précise Maxence Bloch. Pour certaines

entreprises, le manque de rentabilité lié à la chute du chiffre d'affaires pendant plusieurs mois a pu avoir une incidence sur les choix d'investissement et les capacités opérationnelles, que ces dernières soient techniques ou humaines. « La question est de savoir si l'outil de travail permettra une continuité de l'activité et quels seront les niveaux de rentabilité futurs », souligne le président de la CNCFA. Les conditions d'exploitation sont également déterminantes. « Au-delà de l'estimation d'un chiffre d'affaires, les effets du Covid-19 sur la productivité sont difficiles à mesurer, commente Gilles Dunand-Roux, associé au cabinet Mazars, qui assure des missions de conseil auprès des fonds d'investissement. La situation sanitaire actuelle peut générer des coûts additionnels liés aux contraintes sur le lieu de travail qu'il est difficile d'estimer. »

Des opportunités pour les fonds

Le contexte économique exceptionnel a en tout cas engendré de l'innovation financière. Plusieurs entreprises américaines et européennes ont présenté cette année un nouvel indicateur : l'Ebitdac, soit Ebitda + « c », comme « coronavirus ». Celui-ci vise à neutraliser les effets de la pandémie dans les comptes de ces sociétés, leur permettant de présenter des résultats améliorés par rapport à leur santé financière réelle. Une évolution qui a suscité de nombreuses critiques [lire l'encadré]. Sur le terrain des PME, près de huit dirigeants sur dix, tous secteurs confondus, s'attendent à une baisse des valorisations dans les prochains mois, selon une enquête menée par In Extensio Finance & Transmission. « L'année 2021 devrait être une année pleine d'opportunités pour les opérations de capital-investissement portées notamment par les fonds d'investissement, estime Marc Sabaté. Ils pourront intervenir sur des opérations minoritaires ou majoritaires, en accompagnement des entreprises qui auront besoin de capital-développement après avoir consommé leur capacité d'endettement et les PGE disponibles. » Dont acte.

www.usinenouvelle.com