



DUFF & PHELPS

Le Covid-19 infecte-t-il aussi le
Goodwill ?

7 mai 2020

Vos intervenants aujourd'hui

Xavier Jegard

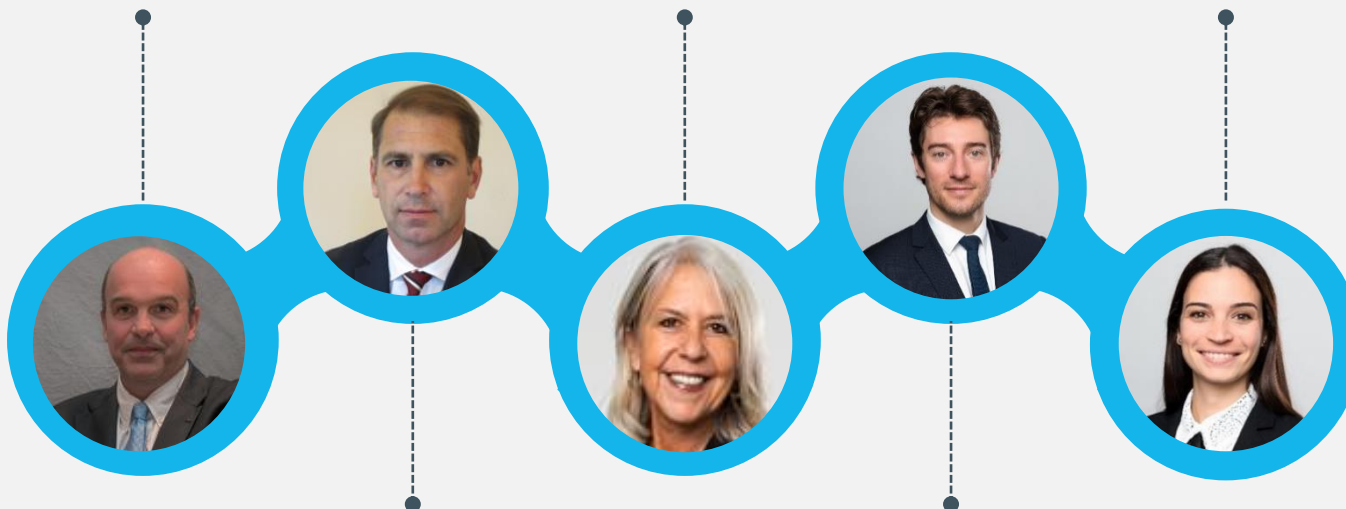
*Directeur comptable
consolidation fiscalité d'Eramet
et Président de l'APDC*

Carine Tourneur

*Managing Director
Duff & Phelps – Valuation
Advisory France Leader*

Sondès Hartsaoui

*Director,
Duff & Phelps – Valuation
Advisory*



Emmanuel Roger

*Directeur central
comptabilité consolidation
et fiscalité de Bouygues et
Administrateur de l'APDC*

Amaury Wernert

*Managing Director,
Duff & Phelps – Valuation
Advisory*

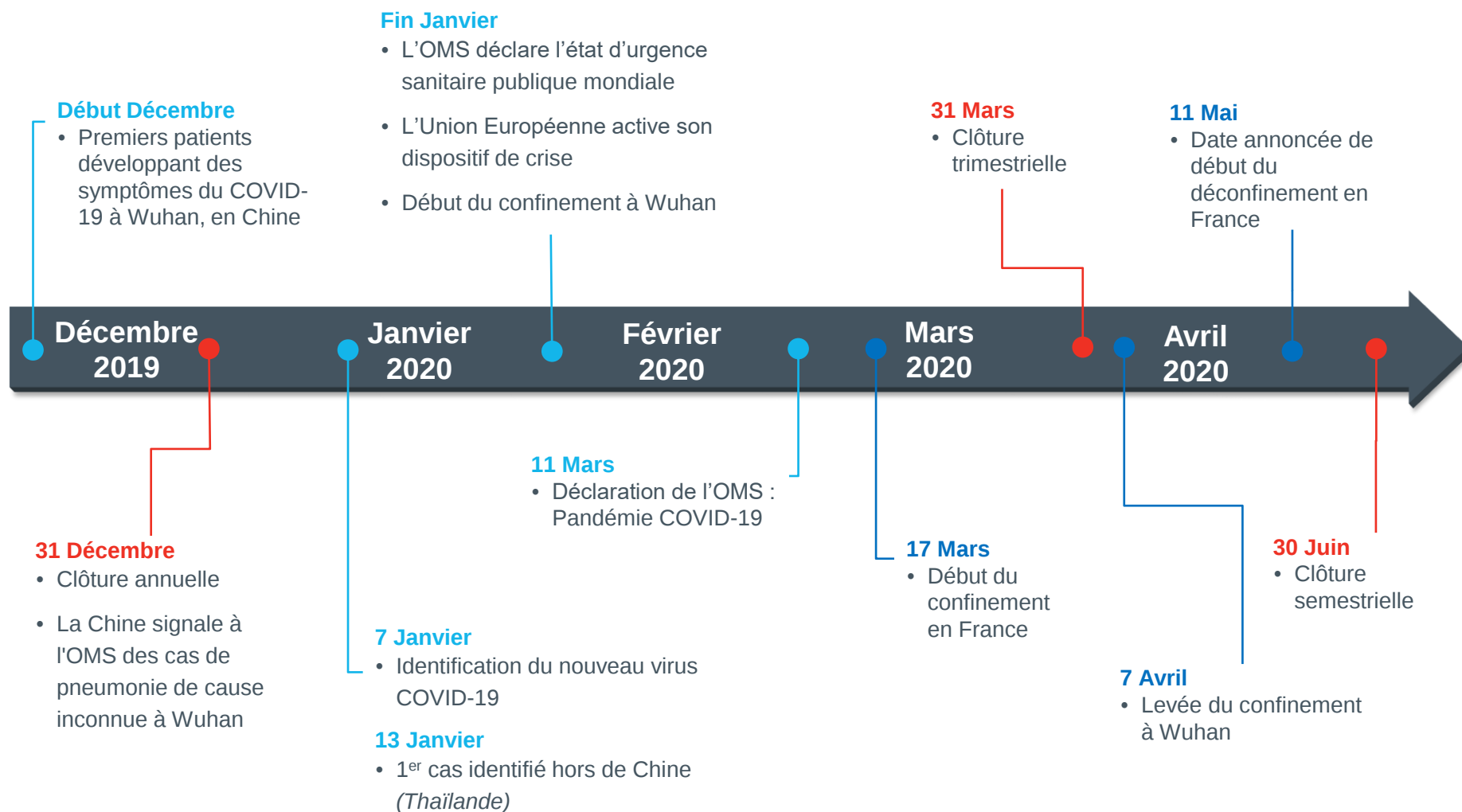
Agenda

1. Marqueurs financiers de la crise
2. Covid-19 et indices de perte valeur
3. Mise en œuvre des tests de dépréciation
 - 3.1 Juste valeur et valeur d'utilité en période de crise
 - 3.2 Scenarios probabilisés
 - 3.3 Evolution radicale de certains indicateurs économiques
 - 3.4 Implications sur le taux d'actualisation
4. Evolution historique des dépréciations de Goodwill en situation de crise
5. Q&A

1. Marqueurs financiers de la crise

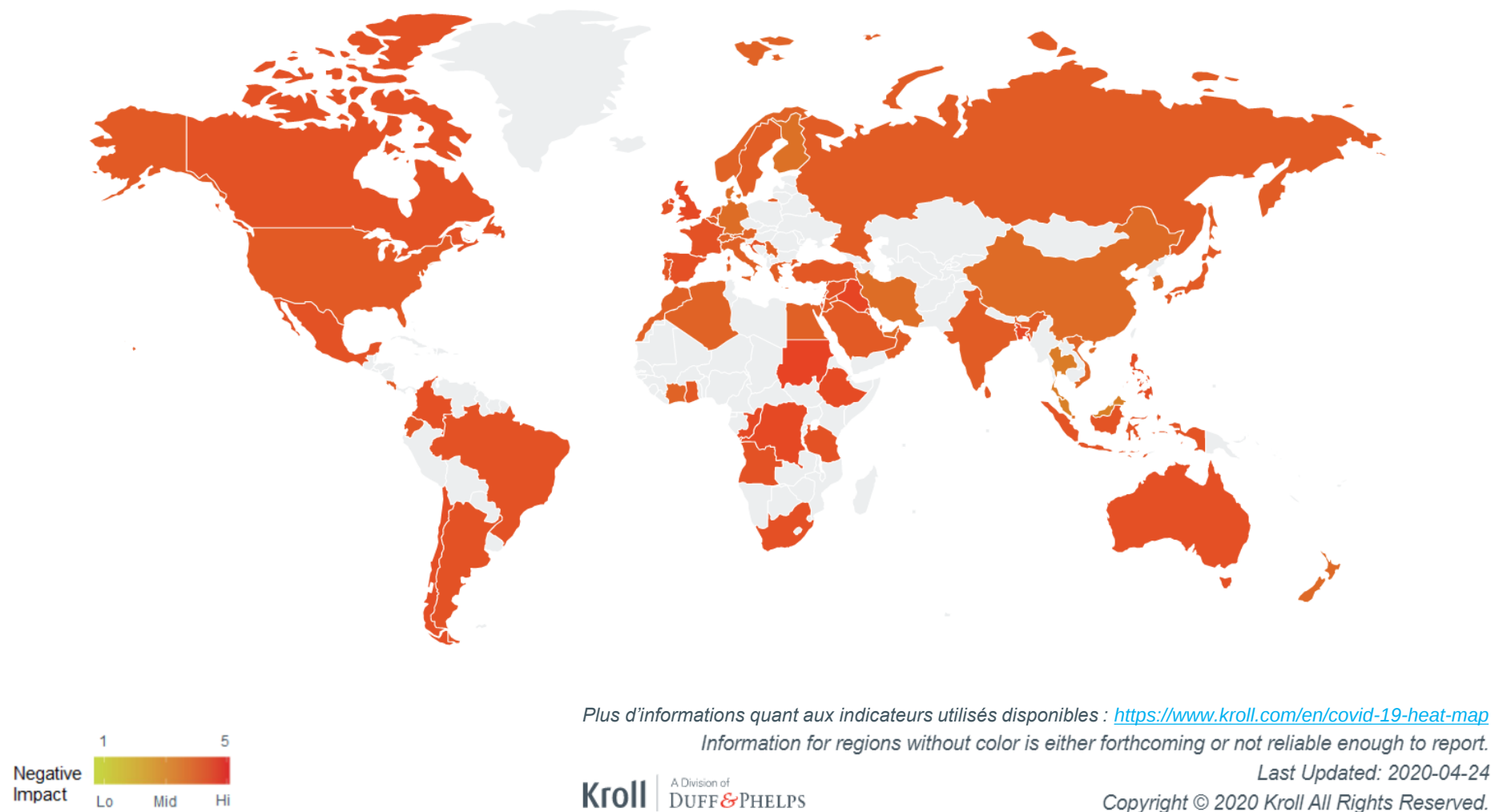


Chronologie du COVID-19



Cartographie des impacts économiques attendus de la pandémie

Kroll COVID-19 Heat map

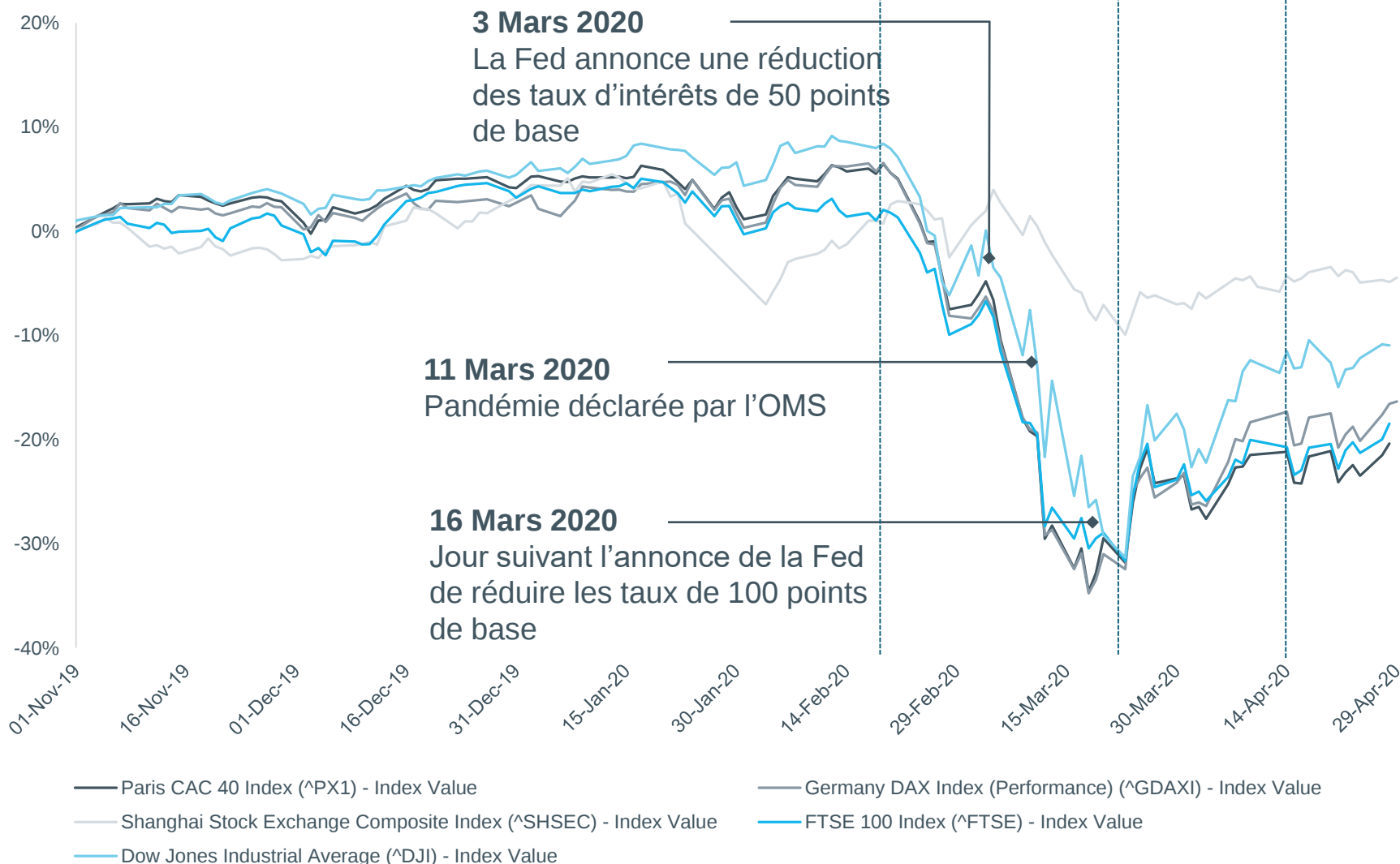


Evolution des indices boursiers

-20/25% depuis mi-février

Env. -35%
en 33 jours

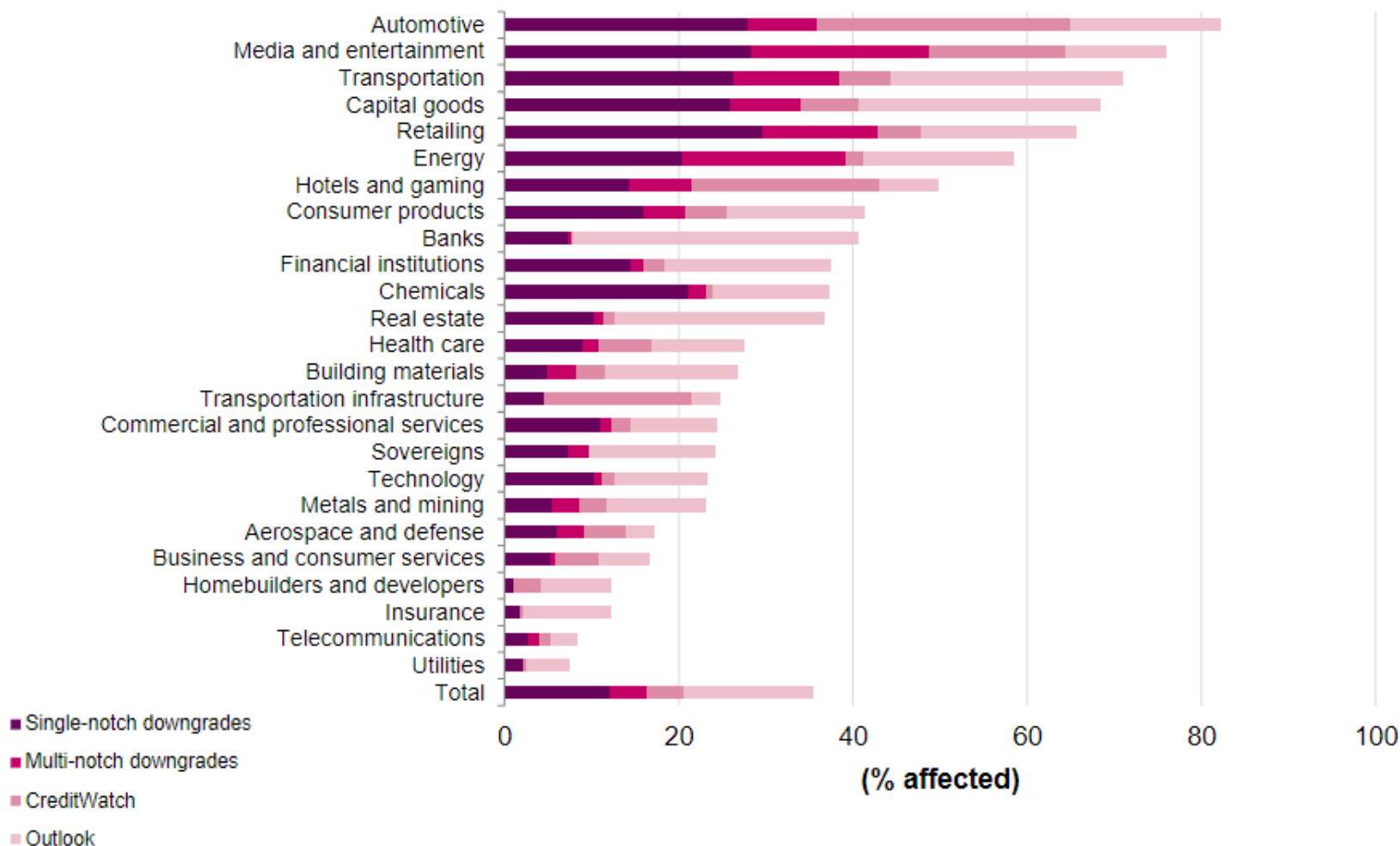
Env. +25%
en 14 jours



Source: S&P Capital IQ

Emetteurs les plus affectés par le Covid-19 et la crise du pétrole par industrie

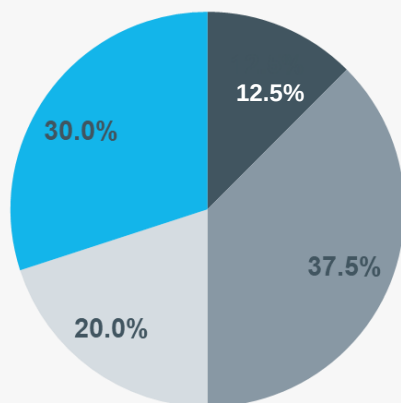
Analyse au 1er mai 2020



Source: S&P Global Ratings Research

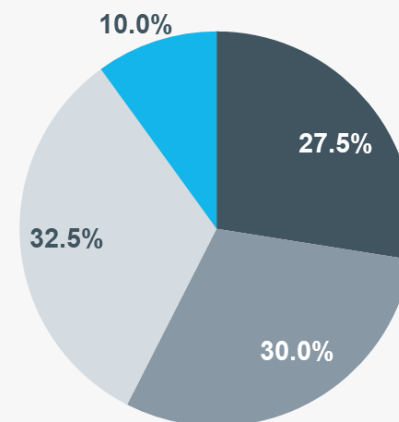
Annonces des sociétés du CAC40 sur les dividendes et les objectifs 2020

Objectifs 2020



■ Maintenus ■ Annulés ■ Révisés ■ Communication non identifiée

Dividendes



■ Maintenu ■ Annulé ■ Réduit ■ Communication non identifiée

Etude Duff & Phelps menée au 30 avril 2020

Recommandations émises par l'AMF

Règles d'information qui s'appliquent aux émetteurs dans le contexte de la pandémie de COVID-19 :

- « Le règlement Abus de Marché exige des émetteurs qu'ils rendent publique, dès que possible toute information non publique, à caractère précis, et susceptible d'influencer de façon sensible le cours. Ainsi, **toute connaissance d'un impact important de l'épidémie sur l'activité, la performance ou les perspectives notamment doit être communiquée sans délai.** Du fait de l'incertitude quant aux développements futurs de cet épisode, il est recommandé que les émetteurs réévaluent périodiquement son impact connu et anticipé sur l'activité et les perspectives quant à son caractère significatif et/ou son montant ».
- « La publication des résultats est souvent accompagnée de la communication au marché des perspectives d'activité et de performance attendues pour l'année en cours dont les principales hypothèses sous-jacentes doivent être décrites. Ainsi, **même en l'absence d'information précise à communiquer, les émetteurs qui communiquent des perspectives 2020 au marché sont invités à indiquer quelles hypothèses ont été retenues dans leur établissement, eu égard aux impacts potentiels de l'épidémie.** »

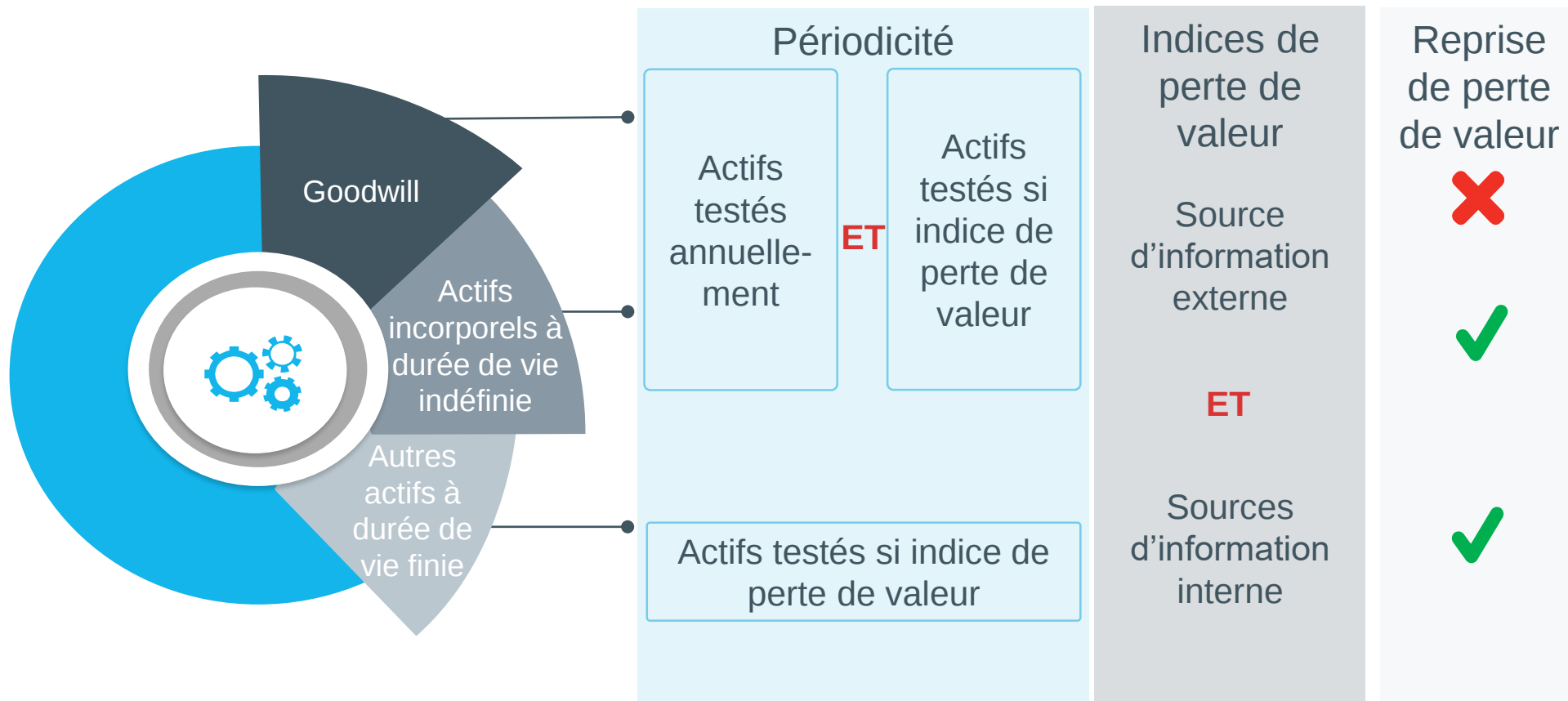
Impacts du Covid-19 sur les tests de dépréciation du Goodwill

- La pandémie de **COVID-19** a provoqué des **bouleversements sans précédent** dans l'économie mondiale et sur les marchés financiers, dont l'ampleur et la durée restent inconnues.
- La pandémie a entraîné une forte **volatilité des marchés**, causant une baisse substantielle des capitalisations boursières, l'un des nombreux facteurs à prendre en compte pour déterminer si un test de dépréciation est nécessaire.
- Les **prévisions financières des entreprises peuvent être affectées** par des troubles opérationnels dans leur chaîne d'approvisionnement, une modification de la demande, ou la perte de certains clients.
- Bien que certaines industries et entreprises puissent être plus vulnérables que d'autres, les effets d'une pandémie et les mesures sanitaires de confinement ont affecté les comportements sociaux et économiques, augmentant **l'incertitude** générale.
- Dans l'ensemble, ces facteurs peuvent avoir un impact négatif sur les perspectives et l'évaluation des entreprises, ainsi que sur **la valeur recouvrable des Goodwills** et les autres actifs.

2. Covid-19 et indices de perte valeur



Rappel du cadre normatif IAS 36



Indices de perte de valeur IAS 36

(Liste non exhaustive)

Sources d'information externe



Diminution significative de la valeur de marché de l'actif considéré



Changements importants, observés ou attendus, dans l'environnement technologique, économique ou juridique ou du marché dans lequel l'entité opère, impactant négativement l'entité



Augmentation des taux d'intérêt (ou autres taux de rendement) pouvant affecter le taux d'actualisation utilisé dans le calcul de la valeur d'utilité



Valeur comptable de l'actif net de l'entité supérieure à sa capitalisation boursière

Sources d'information interne



Existence d'indice d'obsolescence ou de dégradation physique de l'actif considéré



Changements importants observés ou attendus incluant des perspectives d'arrêt, de restructuration de l'activité ou de son abandon, impactant négativement l'entité



Élément probant provenant du système d'information interne montrant que la performance économique d'un actif est ou sera moins bonne que celle attendue

Indices de perte de valeur pouvant être liés au COVID-19

(Liste non exhaustive)

Indicateurs	Applicable au COVID-19?
Sources d'information externe	
Diminution significative de la valeur de marché de l'actif	Oui
Changement important de l'environnement technologique, économique ou juridique	Possible
Hausse des taux de rendement	Possible
Actif net de la société > à capitalisation boursière	Possible
Sources d'information interne	
Obsolescence ou dégradation physique de l'actif considéré	Possible
Perspectives d'arrêt, de restructuration ou d'abandon d'activité	Possible
Performances économiques inférieures aux prévisions	Possible

Facteurs à prendre en compte au 30 juin 2020 ?



Éléments factuels

- Les **prix de marché** ont considérablement diminué
- Les **prix de l'énergie**, en particulier le prix du pétrole, ont diminué de manière drastique
- **Certaines industries** ont été fortement affectées par la pandémie
- Certaines entreprises sont confrontées à une **crise de liquidités** qui a des répercussions sur leurs ressources en trésorerie
- **L'incertitude et le risque** ont augmenté et, par conséquent, le taux de rendement exigé par les investisseurs a probablement augmenté
- Les banques centrales et les gouvernements mettent en œuvre des mesures de **stimulation monétaire et fiscale**
- Le risque d'un **ralentissement économique** prolongé s'accroît



Zones d'incertitude

- Quand un **traitement efficace** pour guérir du COVID-19 sera-t-il disponible ?
- Quand un **vaccin** sera-t-il disponible pour empêcher la propagation du COVID-19 ?
- Les températures plus élevées liées à la **saison estivale** vont-elles freiner la propagation du virus ?
- Combien de temps les **mesures de confinement** et les **restrictions en matière de déplacement** resteront-elles en vigueur ?
- Quand et dans quelle mesure les **marchés financiers** évolueront ?
- Quels **impacts** auront les initiatives prises par les **gouvernements et banques centrales** en matière de politique fiscale et monétaire ?
- Quelles seront la **profondeur et la durée** du ralentissement économique ?

3. Mise en œuvre des tests de dépréciation



3.1 Juste valeur et valeur d'utilité en période de crise



Rappel des définitions de valeur

Définition Juste valeur IFRS 13 :

« le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre des intervenants du marché à la date d'évaluation ». Il s'agit donc d'un prix de sortie

Définition Valeur d'utilité IAS 36:

« la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs susceptibles de découler d'un actif ou d'une UGT »

Niveau 1

« Quoted prices of shares traded on stock exchange » (PxQ)

Transaction récente / cours de bourse

Niveau 2

« Observable inputs other than quoted prices: quoted prices from similar or identical in active or inactive markets »

Méthode des comparables

Niveau 3

« Unobservable inputs not derived from the market » (financial forecasts)

DCF

DCF

Projections de flux de trésorerie sur la base d'hypothèses raisonnables et documentées représentant la meilleure estimation de la direction de l'ensemble des conditions économiques qui existeront pendant la durée d'utilité de l'actif restant à courir. Un poids plus important doit être accordé aux indications externes

Quid de la juste valeur en période de bouleversement des marchés financiers ?

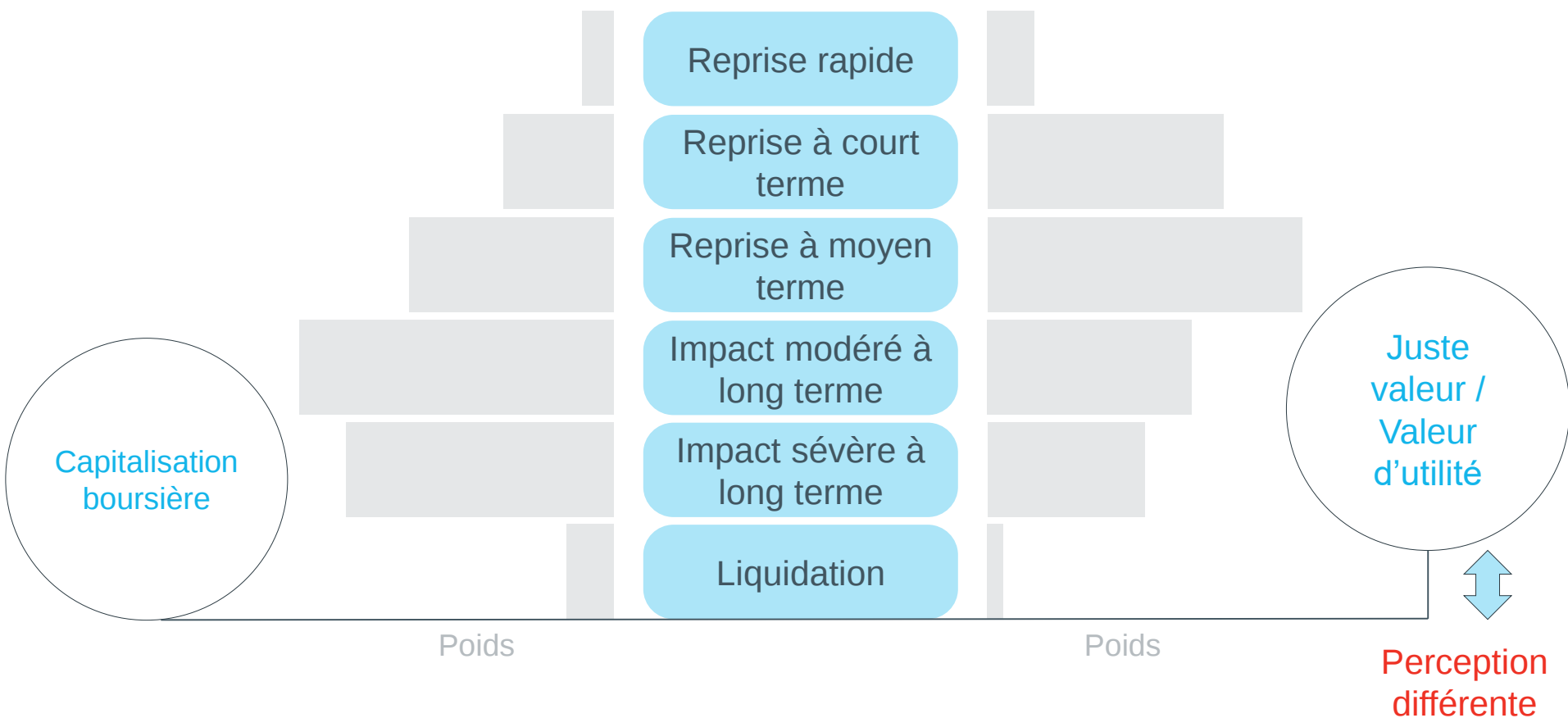
- 1 Juste valeur ≠ “fire sale price”
- 2 La juste valeur :
 - Tient compte des conditions actuelles de marché
 - Reflète le point de vue d'un « market participant »
 - Intègre les informations connues ou pouvant être connues à la date d'évaluation
- 3 En cette période, tenir compte des conditions actuelles de marché stricto sensu comme le prévoient les normes comptables peut être remis en question
 - **Alors, quel poids attribuer aux données de marché observables (cours de bourse, multiples boursiers...) ?** Compte tenu de l'environnement actuel, il convient d'équilibrer la prise en compte des observations suivantes :
 - La réaction initiale des marchés financiers face au COVID-19 peut **potentiellement** engendrer une **prise en compte disproportionnée** des impacts négatifs sur l'actif testé et donc une baisse non justifiée de sa valeur. Il conviendrait de mener une analyse plus fine des impacts économiques attendus à long terme de la pandémie sur la société.
 - Toutefois, une baisse durable des capitalisations boursières dans un secteur donné **ne peut être ignorée**, car elle peut être révélatrice des impacts de la crise actuelle sur la société et donc sur sa valeur.

Divergence de perception de l'information communiquée par l'émetteur au marché

Perception du marché

Scénarios

Informations communiquées
par l'émetteur



Impacts sur une approche DCF en période de crise

Impact attendu		Commentaire
Flux de trésorerie (FCF)	 Flux de trésorerie ajustés	- Nécessité d'ajuster les projections en fonction des informations connues à la date d'évaluation - Identification des incidences court terme versus éléments durables de perturbation des business models - Possibilité d'utiliser des scénarios probabilisés afin d'appréhender une partie de l'incertitude
Taux de croissance	 Faible ou négatif	Utiliser plusieurs sources de données, en particulier lorsqu'il existe un niveau élevé d'incertitude et que le secteur justifie un taux de croissance long-terme supérieur à l'inflation
Taux d'actualisation (CMPC)	 Hausse attendue	- Prise en compte de la volatilité accrue des marchés - Outre l'exigence de marché, possibilité de prendre en compte le risque spécifique attaché à la réalisation des projections financières, si approprié (approche néanmoins plus subjective que l'approche par scénarios, à rationaliser avec attention)
Valeur d'entreprise	Valeur plus faible	Approche cohérente : attention à ne pas double-compter les effets de la crise dans les flux et dans le taux

3.2 Scénarios probabilisés



Approche par scénarios probabilisés vs. scénario unique

Indication de valeur fondée sur un scénario unique, établi selon une approche neutre et non biaisée

Scénario unique intrinsèquement attaché à plus d'incertitude quant à sa probabilité de réalisation, à appréhender de manière cohérente au niveau du taux d'actualisation notamment

OU

Valeur Scénario
A

X

Probabilité du
Scénario **A**

Valeur Scénario
B

X

Probabilité du
Scénario **B**

Valeur Scénario
C

X

Probabilité du
Scénario **C**

Valeur Scénario
D

X

Probabilité du
Scénario **D**

Valeur
estimée

Mesure des impacts du
COVID-19
vraisemblablement mieux
appréhendée dans une
approche par scénarios
modélisant différentes
possibilités de sortie de
crise

Considération d'un cas de base

- Dans l'hypothèse où des **projections financières détaillées post COVID-19 ne seraient pas disponibles**, une approche possible peut consister à prendre pour point de départ les prévisions financières pre COVID-19.
- La prise en compte de l'impact du COVID-19 peut alors être réalisée à partir de ce cas de base, en construisant **un ou plusieurs scénarios alternatifs**.
- Dans ce cas de figure, le **cas de base ne sert que de point de départ** et est **susceptible de ne pas être considéré dans la conclusion de valeur**. Son rôle est avant tout de fournir un cadre méthodologique objectif à la construction de scénarios post COVID-19.
- Compte tenu de l'incertitude actuelle quant aux impacts de la crise du COVID-19, tant en termes de magnitude que de durée, la construction de plusieurs scénarios possibles peut être un moyen pratique et objectif de capturer cette incertitude

Construction des scénarios

- Les différents scénarios et leurs probabilités associées pourraient être construits en considérant des facteurs tels que :

- 1 Evolution de la demande des clients et des prix
- 2 Impacts potentiels sur la chaîne d'approvisionnement, y compris les coûts associés aux éventuels ajustements nécessaires (relocalisations, changements de fournisseurs, ...)
- 3 Localisation du groupe, son secteur et la durée de l'épidémie
- 4 Actions entreprises par les concurrents
- 5 Mesures des gouvernements et banques centrales
- 6 Contraintes potentielles liées à la main d'œuvre
- 7 Dégradations des notation crédit et breach de covenants
- 8 Estimations publiques et gouvernementales en termes de durée de la crise
- 9 Croissance attendue du PIB
- 10 Variations de taux de change et taux d'intérêt
- 11 Autres facteurs pertinents

- Les projections financières pourraient appréhender les effets à **court terme**, à **moyen terme** et à **long terme**.

A

Scénario
de Valeur

B

Scénario
de Valeur

C

Scénario
de Valeur

D

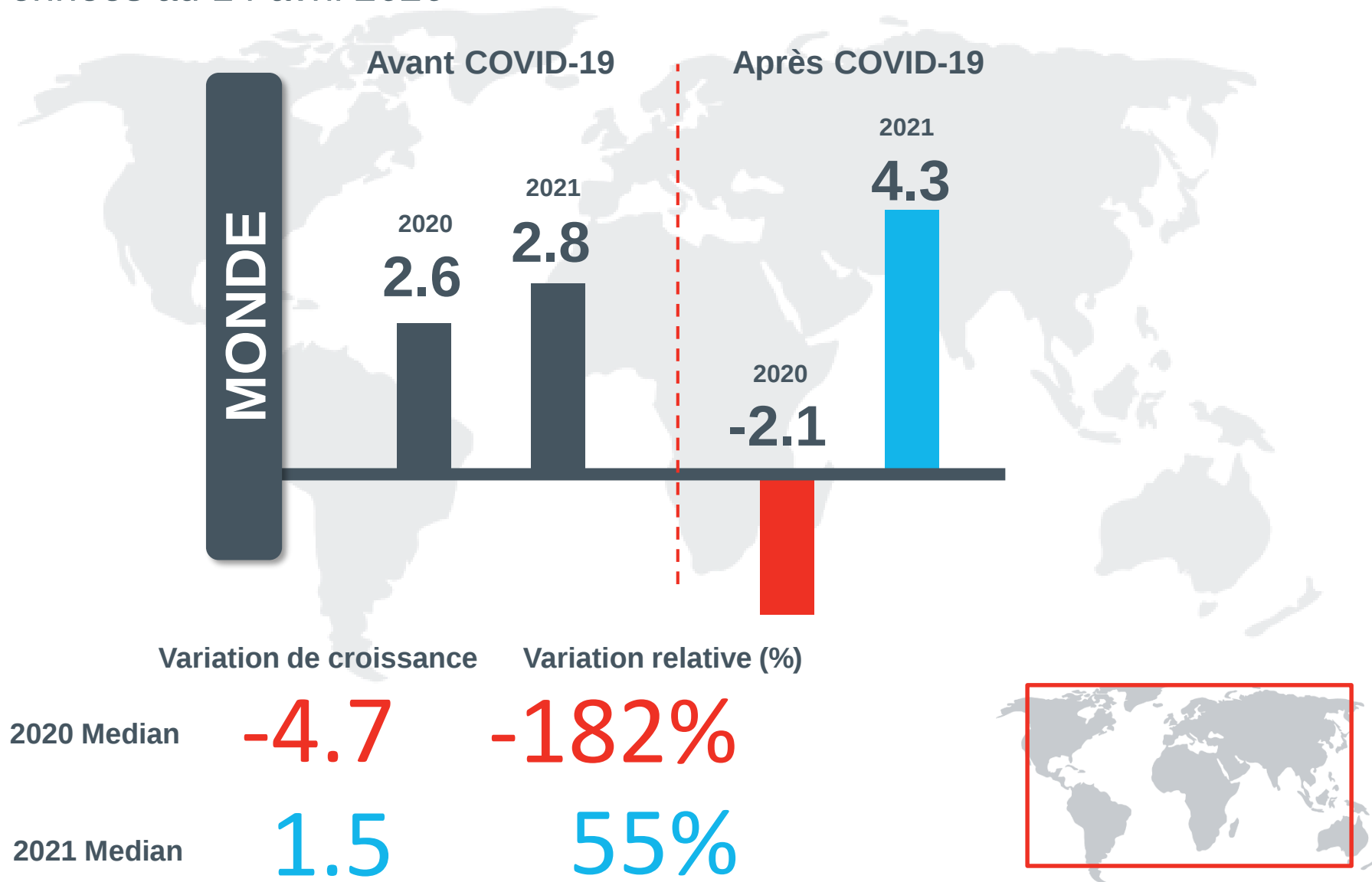
Scénario
de Valeur

3.3 Evolution radicale de certains indicateurs économiques



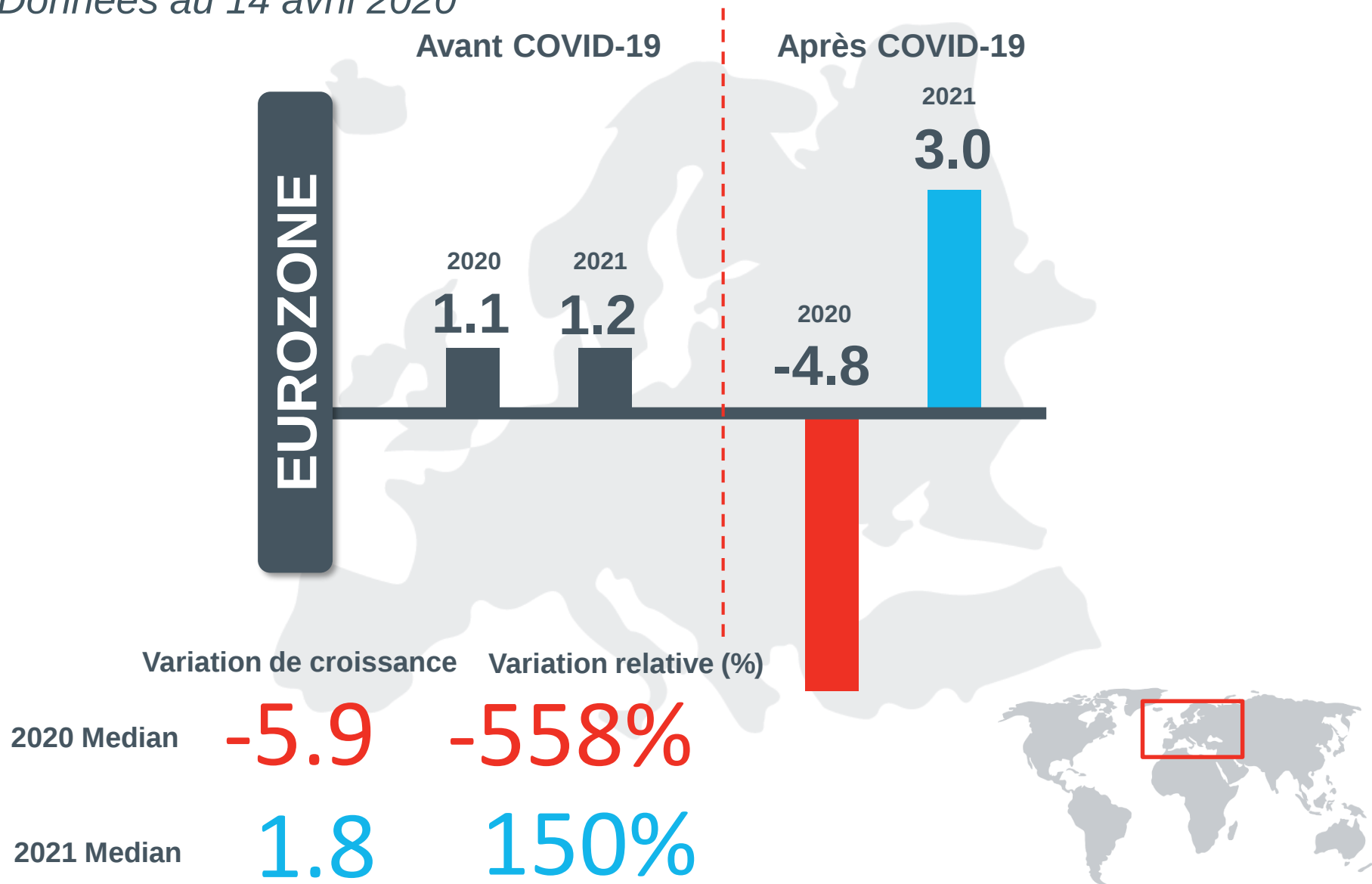
Croissance du PIB réel (%) estimée par région : Monde

Données au 14 avril 2020



Croissance du PIB réel (%) estimée par région : Eurozone

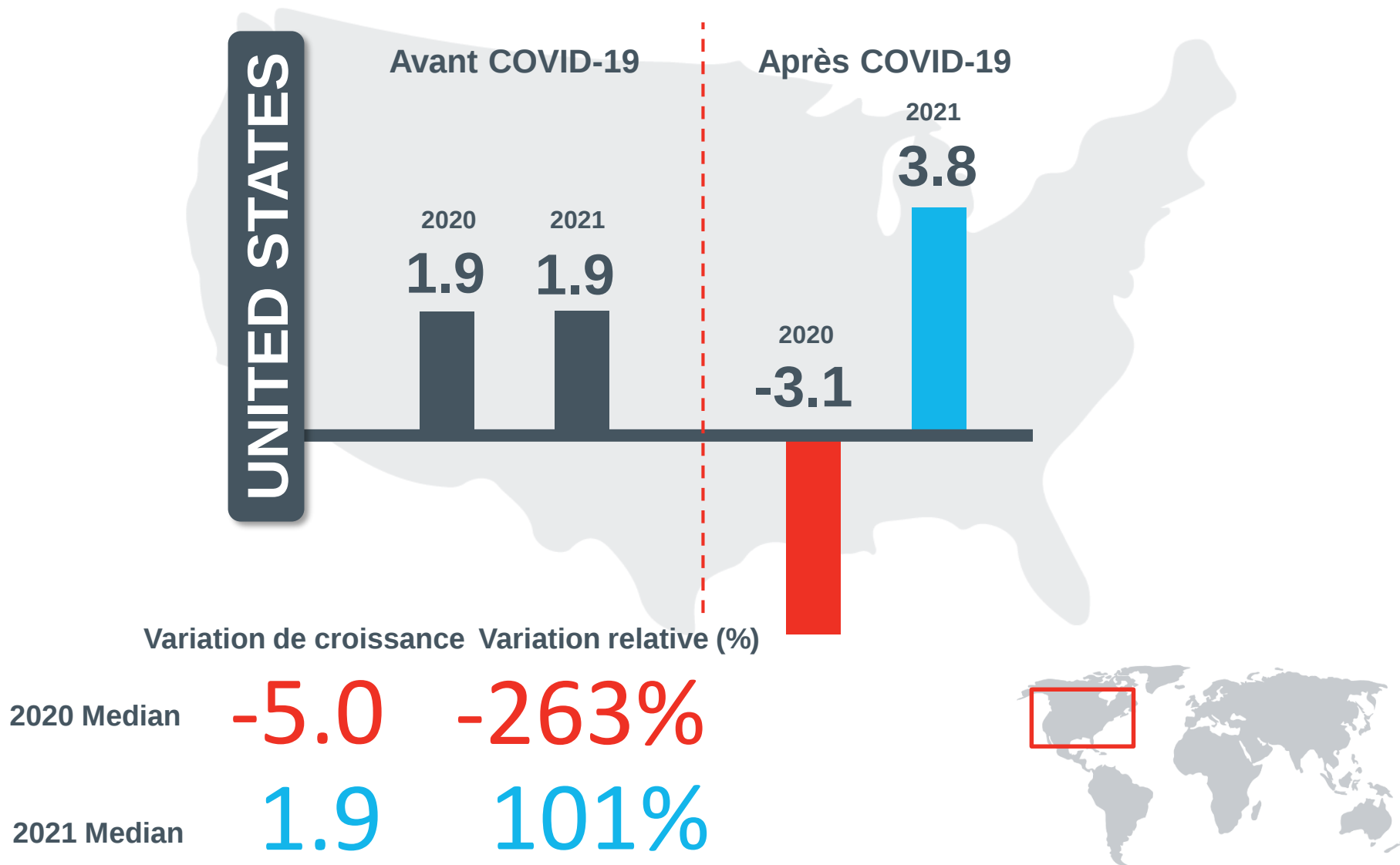
Données au 14 avril 2020



Source : analyses Duff & Phelps, sur la base de différentes sources de projections

Croissance du PIB réel (%) estimée par région : U.S.

Données au 14 avril 2020



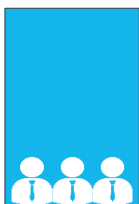
Source : analyses Duff & Phelps, sur la base de différentes sources de projections

3.4 Implications sur le taux d'actualisation



Rappel de la formule du Coût Moyen Pondéré du Capital

« Calculé à partir du coût des fonds propres et du coût de la dette pondérés par le gearing »



Coût
des
Fonds
Propres

Taux sans risque
+
Prime de risque de
marché
X
Beta
+
Prime de risque pays
+
Prime de risque
spécifique

**Coût des fonds
propres**

Taux des obligations d'Etat à long terme (OAT, T-Bonds, Bund etc.)

Ecart entre l'exigence de rentabilité du marché action et celle du marché obligataire

Mesure le risque lié à la volatilité d'un secteur par rapport au marché
Estimé en observant l'évolution du cours de bourse d'un échantillon de sociétés comparables par rapport à un indice de référence du marché

Plusieurs approches possibles, souvent écart de rendement entre les obligations d'Etat utilisé pour le taux sans risque et les obligations de même maturité du pays concerné

Rémunération exigée par les investisseurs en fonds propres (actionnaires)



Coût
de la
Dette

(Taux sans risque
+
Spread de dette)
X
Après impôts

Coût de la dette

Taux des obligations d'Etat à long terme (OAT, T-Bonds, Bund etc.)

Prime de risque en fonction du rating estimé de la société (AAA, BB+, BBB etc.) et du risque pays

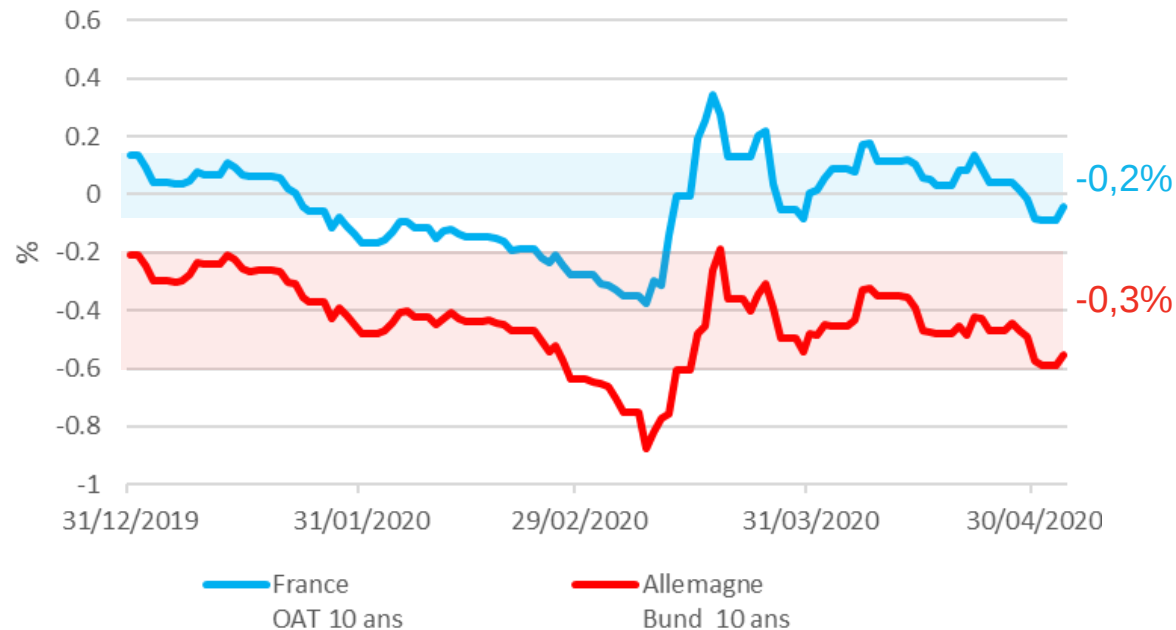
Calculé après impôts car les intérêts de la dette sont déductibles de la base imposable.

Rémunération attendue par les investisseurs en dette

Taux d'intérêt long terme auquel la société pourrait se financer sur les marchés

Evolution du taux sans risque

Analyse au 4 mai 2020



Source : Bloomberg

- Globalement, baisse modérée du rendement des obligations d'état françaises et allemandes depuis le 31 décembre
- A noter qu'une variation du taux sans risque n'entraîne pas nécessairement de diminution de l'exigence de rendement des capitaux propres – la prime de risque de marché est susceptible de varier dans le même temps
- Une approche possible, retenue par Duff & Phelps, consiste à normaliser le taux sans risque. Les taux sans risque normalisés de Duff & Phelps restent inchangés à ce jour

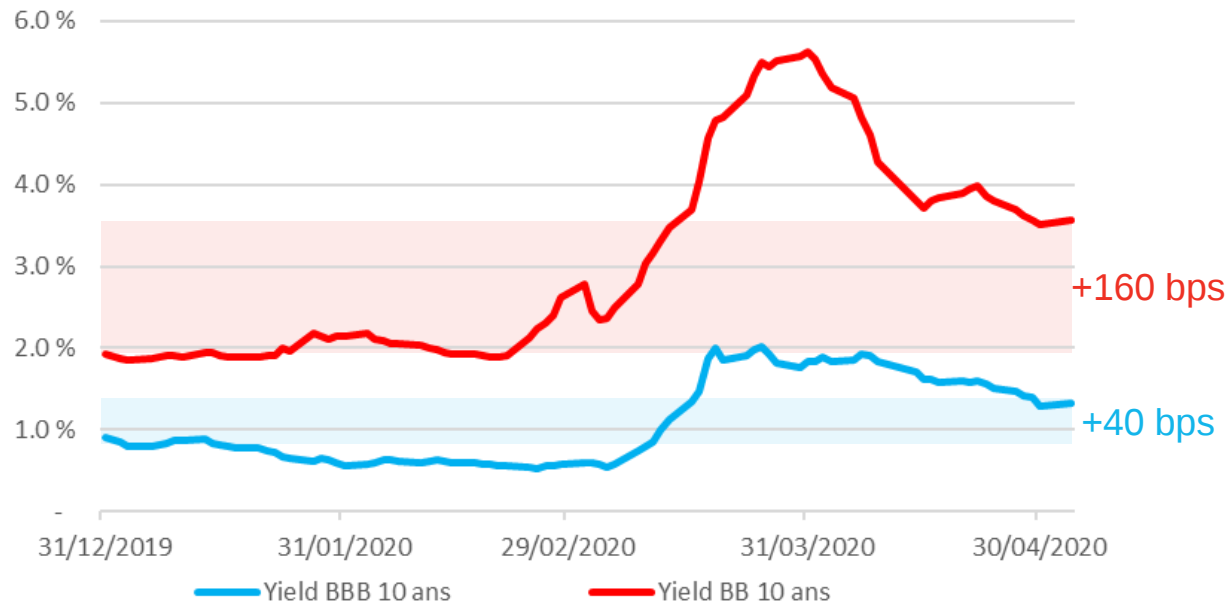
Evolution de la prime de risque de marché

Indicateur	Evolution	Impact sur la prime de risque de marché
Niveau des marchés boursiers		
Volatilité des marchés boursiers		
Spreads de dette		
Perspectives de croissance		
Emploi		
Confiance des consommateurs		
Confiance des professionnels		
Notations pays		

- Tendance à la hausse attendue de la prime de risque de marché
- A titre d'illustration, Duff & Phelps préconise une hausse de 1,0% de la prime de risque de marché US depuis fin mars, à taux sans risque normalisé inchangé

Evolution du coût de la dette

Analyse au 4 mai 2020



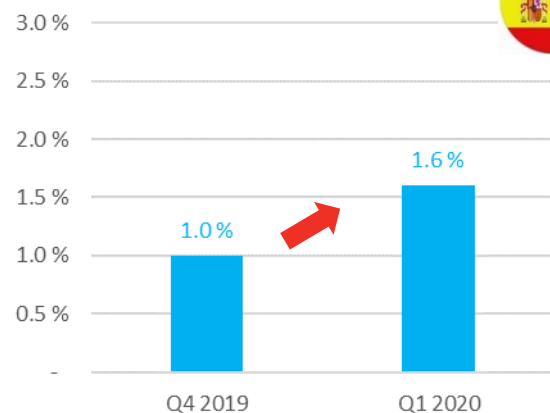
Source : Bloomberg, indices BVAL EUR non-financial BBB et BB, maturité 10 ans

- Tendance à la hausse du taux de rendement de la dette, plus prononcée pour les notations « non-investment grade »...
- ... mais tendance décroissante observée depuis le pic du mois de mars 2020, notamment sous l'effet des actions de politique monétaire

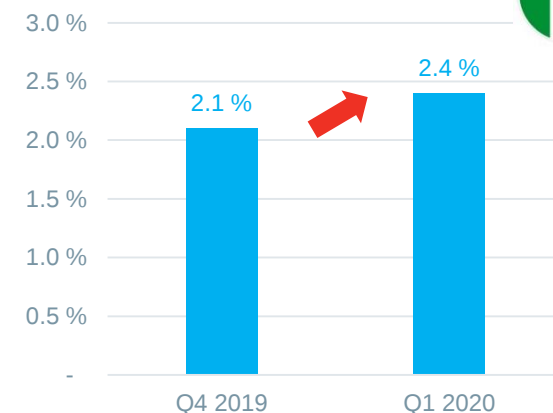
Focus sur les primes de risque pays

Indication selon la méthode du différentiel de rendement au 31 mars 2020

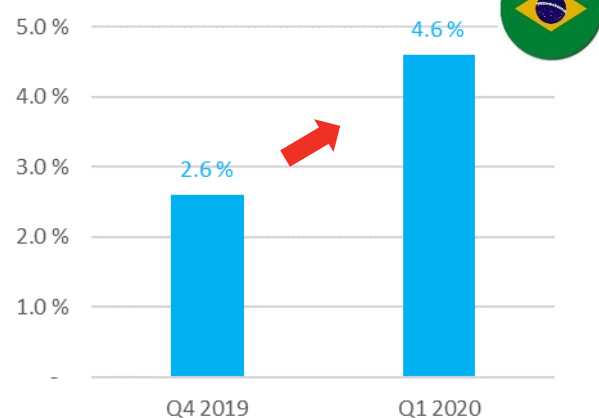
Espagne



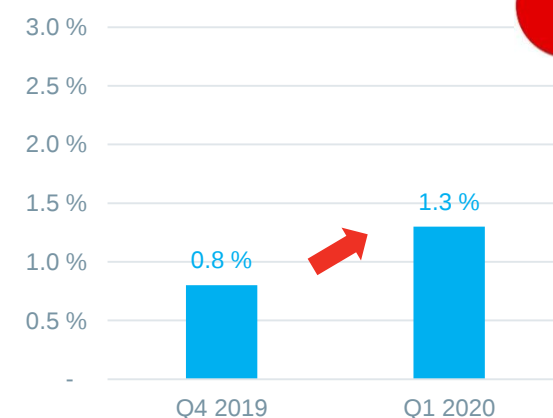
Italie



Brésil



Chine



Source : analyses Duff & Phelps, Espagne et Italie en EUR comparés avec l'Allemagne, Brésil et Chine en USD comparés avec les USA

Evolution attendue des paramètres du WACC

	Evolution	Commentaires
 Coût des Fonds Propres Taux sans risque + Prime de risque de marché X Beta + Prime de risque pays + Prime de risque spécifique (si applicable) Coût des fonds propres à pondérer par le gearing	= + ? + ? +	Les mesures prises par les banques centrales conduisent à des taux d'intérêts anormalement bas. D&P recommande d'utiliser des taux sans risque normalisés. Globalement, variations limitées Tendance à la hausse Impact différent en fonction des secteurs Tendance à l'augmentation, notamment pour les pays dépendant du pétrole A estimer en fonction du risque déjà intégré dans les flux de trésorerie, et à rationaliser avec attention le cas échéant Tendance à l'augmentation du coût des capitaux propres La baisse des capitalisations boursières peut conduire à une hausse artificielle du gearing
 Coût de la Dette (Taux sans risque + Spread de dette) X Après impôts Coût de la dette à pondérer par le gearing	= + ? +	Les mesures prises par les banques centrales conduisent à des taux d'intérêts anormalement bas. D&P recommande d'utiliser des taux sans risque normalisés Tendance à la hausse Eventuels impacts de mesures fiscales, le cas échéant Tendance à l'augmentation du coût de la dette La baisse des capitalisations boursières peut conduire à une hausse artificielle du gearing

4. Evolution historique des dépréciations de Goodwill en situation de crise

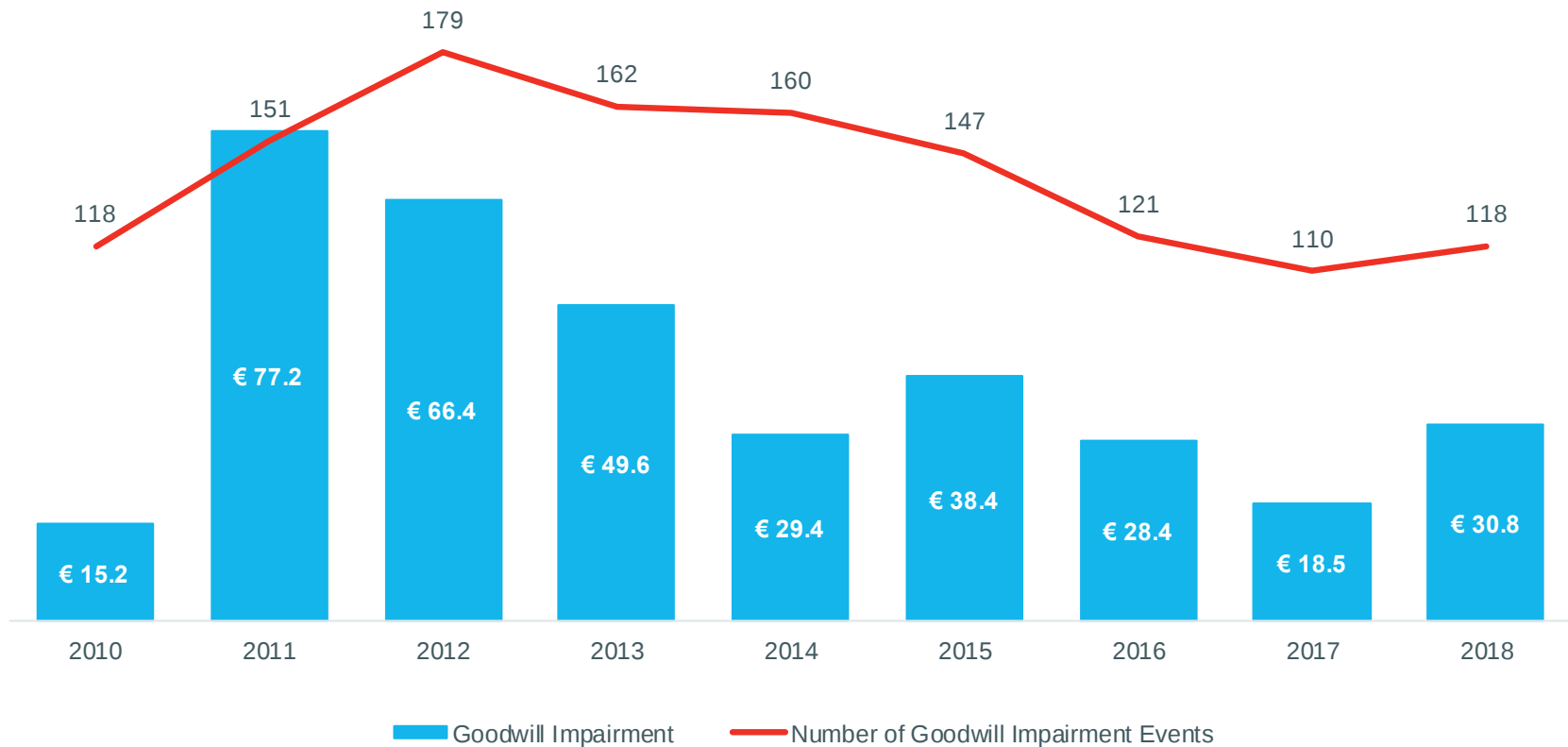


Dépréciations de Goodwill agrégées et nombre d'occurrences



STOXX Europe 600

(En milliards d'Euros)



Accéder aux études de goodwill historiques de Duff & Phelps pour l'Europe, les USA et le Canada:

www.duffandphelps.com/GWISTudies

5. Q&A



For more information about our global locations and services, please visit:
www.duffandphelps.com

À propos de Duff & Phelps

Duff & Phelps est une firme de conseil internationale qui aide ses clients à sécuriser, restaurer et optimiser la valeur grâce à ses expertises en évaluation financière complexe, transaction, investigation financière, support aux litiges et contentieux, cybersécurité, conseil en compliance et réglementation, ainsi qu'en matière de gouvernance. Nous travaillons avec des clients de divers secteurs sur des questions de bonne gouvernance et de transparence. Avec Kroll, premier fournisseur mondial de solutions de gestion des risques, et Prime Clerk, leader des services commerciaux complexes et de l'administration des réclamations, notre cabinet compte près de 4 000 professionnels dans 25 pays à travers le monde. Pour plus d'informations, visitez www.duffandphelps.fr.

M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United States are provided by Duff & Phelps Securities, LLC. Member FINRA/SIPC. Pagemill Partners is a Division of Duff & Phelps Securities, LLC. M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United Kingdom are provided by Duff & Phelps Securities Ltd. (DPSL), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. M&A advisory and capital raising services in Germany are provided by Duff & Phelps GmbH, which is a Tied Agent of DPSL. Valuation Advisory Services in India are provided by Duff & Phelps India Private Limited under a category 1 merchant banker license issued by the Securities and Exchange Board of India.