

## **La due diligence financière dans le contexte de la crise de la Covid-19 : quels impacts sur la valorisation dans le processus d'acquisition des PME wallonnes ?**

**Auteur :** Haine, Perrine

**Promoteur(s) :** Garrais, Grace

**Faculté :** HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège

**Diplôme :** Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en Financial Analysis and Audit

**Année académique :** 2022-2023

**URI/URL :** <http://hdl.handle.net/2268.2/18806>

---

### *Avertissement à l'attention des usagers :*

*Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.*

*Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.*

---

# **LA DUE DILIGENCE FINANCIÈRE DANS LE CONTEXTE DE LA CRISE DE LA COVID-19 : QUELS IMPACTS SUR LA VALORISATION DANS LE PROCESSUS D'ACQUISITION DES PME WALLONNES ?**

Jury :  
Promoteur :  
Grace GARRAIS  
Lecteur :  
Giuseppina CAPODICI

Mémoire présenté par  
**Perrine HAINE**  
En vue de l'obtention du diplôme de Master  
en sciences de gestion, à finalité spécialisée  
en « Financial Analysis & Audit »  
Année académique 2022/2023



## **Remerciements**

*Je tiens à exprimer ma profonde gratitude envers toutes les personnes qui ont contribué, de loin ou de près, à la réalisation de mon mémoire.*

*En premier lieu, je tiens à remercier Madame Grace Garrais, promotrice de ce travail, pour sa disponibilité constante, ses précieux conseils et son soutien tout au long de la réalisation de ce mémoire.*

*Je tiens également à remercier Madame Giuseppina Capodici, lectrice de ce mémoire, pour le temps consacré à la lecture et à l'évaluation de ce mémoire.*

*Je souhaite également exprimer ma reconnaissance envers tous les professionnels qui m'ont accordé leur temps et partagé des informations précieuses pour la réalisation de ce travail.*

*Enfin, je tiens à remercier profondément ma famille, et plus particulièrement mes parents, pour leur soutien et leurs encouragements tout au long de ce mémoire et de mes études universitaires.*



# Table des matières

Liste des tableaux .....	I
Liste des figures .....	III
Liste des abréviations .....	V
Introduction.....	1
Partie 1 - Revue de littérature .....	3
<b>Chapitre 1 - Les étapes d'une acquisition</b> .....	<b>3</b>
1. Définition des objectifs.....	3
2. Recherche de la cible.....	4
3. Évaluation.....	4
4. Négociation .....	4
5. Signature de la convention et l'après acquisition .....	5
<b>Chapitre 2 – La due diligence</b> .....	<b>7</b>
1. Définition.....	7
2. Objectifs .....	7
3. Domaines.....	8
3.1. Due diligence financière .....	8
3.2. Autres domaines étudiés.....	9
4. Composition de l'équipe .....	10
5. Organisation générale de la mission .....	11
<b>Chapitre 3 - Les méthodes de valorisation</b> .....	<b>13</b>
1. Méthode de l'actif net comptable corrigé .....	13
2. Méthode des multiples .....	14
3. Méthode des flux de trésorerie actualisés.....	16
<b>Chapitre 4 - La due diligence financière et la valorisation en période de pandémie de Covid-19</b> .....	<b>19</b>
1. Impacts sur le bilan .....	19
1.1. Actifs immobilisés.....	20
1.2. Actifs circulants .....	21
1.3. Provisions .....	23
1.4. Dettes financières.....	23
1.5. Passifs circulants.....	24
2. Impacts sur l'EBITDA .....	24
2.1. Chiffre d'affaires.....	24
2.2. Charges d'exploitation.....	26
2.3. Normalisation de l'EBITDA.....	26
3. Impacts sur les flux de trésorerie .....	27
3.1. Besoin en fonds de roulement .....	27
3.2. Dépenses d'investissement .....	28
4. Impacts sur les prévisions .....	28

<b>Chapitre 5 - Les paramètres techniques de valorisation en période de pandémie de Covid-19 .....</b>	<b>31</b>
1. Impacts sur le multiple de l'EBITDA .....	31
2. Impacts sur le taux d'actualisation .....	32
2.1. Coût des capitaux propres .....	32
2.2. Coût de la dette .....	33
<b>Chapitre 6 - Hypothèses.....</b>	<b>35</b>
<b>Partie 2 – Étude empirique.....</b>	<b>37</b>
<b>Chapitre 1 - Méthodologie de la partie pratique .....</b>	<b>37</b>
1. Méthodologie .....	37
2. Choix des participants .....	37
<b>Chapitre 2 – Résultats.....</b>	<b>39</b>
1. Due diligence financière et valorisation .....	39
2. Impacts sur le bilan.....	41
3. Impacts sur le chiffre d'affaires .....	43
4. Impacts sur l'EBITDA.....	44
5. Impacts sur le besoin en fonds de roulement .....	48
6. Impacts sur les dépenses d'investissement.....	49
7. Impacts sur les prévisions.....	50
8. Impacts sur le multiple de l'EBITDA.....	52
9. Impacts sur le taux d'actualisation .....	54
10. Impacts durables de la pandémie sur la valorisation .....	55
<b>Chapitre 3 – Discussion .....</b>	<b>57</b>
<b>Conclusion .....</b>	<b>65</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>69</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>123</b>
<b>Executive Summary .....</b>	<b>130</b>

# Liste des tableaux

<b>Tableau 1</b> - Vue d'ensemble des domaines de la due diligence.....	9
<b>Tableau 2</b> - Liste des participants à l'étude pratique. ....	38
<b>Tableau 3</b> - Définition et objectifs de la due diligence financière.....	39
<b>Tableau 4</b> - Méthodes de valorisation utilisées par les participants.....	40
<b>Tableau 5</b> - Lien entre la due diligence financière et la valorisation.....	41
<b>Tableau 6</b> - Impacts de la pandémie sur les postes du bilan.....	42
<b>Tableau 7</b> - Variations du chiffre d'affaires par secteur en raison de la pandémie. ....	43
<b>Tableau 8</b> - Variations durables et non durables du chiffre d'affaires dues à la pandémie .....	44
<b>Tableau 9</b> - Variations durables et non durables des coûts d'approvisionnement dues à la pandémie. .....	45
<b>Tableau 10</b> - Variations durables ou non durables des coûts de personnel dues à la pandémie. ....	46
<b>Tableau 11</b> - Prise en compte des impacts de la pandémie sur l'EBITDA. ....	47
<b>Tableau 12</b> - Impacts de la pandémie sur le BFR. ....	48
<b>Tableau 13</b> - Impacts de la pandémie sur les dépenses d'investissement.....	49
<b>Tableau 14</b> - Impacts de la pandémie sur l'exercice de prévisions. ....	50
<b>Tableau 15</b> - Scénarios prévisionnels en période de pandémie.....	51
<b>Tableau 16</b> - Évolution du multiple de l'EBITDA suite à la pandémie. ....	52
<b>Tableau 17</b> - Détermination du multiple de référence en raison de la pandémie.....	53
<b>Tableau 18</b> - Évolution du taux d'actualisation en raison de la pandémie. ....	54
<b>Tableau 19</b> - Impacts durables de la pandémie sur la valorisation des PME wallonnes. ....	55



## Liste des figures

<b>Figure 1</b> - Étapes clés de l'acquisition d'une société. ....	3
<b>Figure 2</b> - Les faiblesses du bilan comptable. ....	20
<b>Figure 3</b> - Multiple EV/EBITDA par secteur d'activité, Wallonie, 2019-2021. ....	32



# Liste des abréviations

<b>ANCC</b>	Actif Net Comptable Corrigé
<b>BDO</b>	Binder, Dijker, Otte
<b>BFR</b>	Besoin en Fonds de Roulement
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré du Capital
<b>CNC</b>	Commission des Normes Comptables
<b>DCF</b>	Discounted Cash-Flows
<b>EBIT</b>	Earnings Before Interest and Taxes
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
<b>EV</b>	Entreprise Value
<b>FCFF</b>	Free Cash-Flows to the Firm
<b>ICT</b>	Information and Communication Technologies
<b>IRE</b>	Institut des Réviseurs d'Entreprises
<b>ITAA</b>	Institute for Tax Advisors and Accountants
<b>KPMG</b>	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
<b>NOPAT</b>	Net Operating Profit After Tax
<b>OCDE</b>	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
<b>PME</b>	Petites et Moyennes Entreprises
<b>PWC</b>	PricewaterhouseCoopers
<b>UCM</b>	Union des Classes Moyennes
<b>UPIC</b>	Union des Professionnels Intermédiaires en Cession et transmission d'entreprises
<b>TVA</b>	Taxe sur la Valeur Ajoutée
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital



# Introduction

Une épidémie de coronavirus, dénommée pandémie de « Covid-19 », s'est répandue sur le monde au départ de la Chine en décembre 2019, pour très rapidement impacter tous les continents. En raison du danger de ce virus sur la santé humaine, des mesures inédites ont été mises en place par les gouvernements de tous les pays. En Belgique, sur base des constats et recommandations de Sciensano, l'institution de santé publique belge responsable du suivi de la pandémie de Covid-19, les réunions régulières du Comité de concertation en 2020 et 2021 ont instauré des restrictions allant jusqu'à des mesures de confinement complet, qui ont notamment impacté la situation économique du pays.

Les petites et moyennes entreprises ont également subi les conséquences de cette pandémie. Comme l'indique un rapport de la Banque Nationale de Belgique, les PME ont été plus lourdement touchées que les grandes entreprises (Dhyne & Duprez, 2021). Celles-ci représentent plus de 99% du tissu économique belge en 2020 (Statbel, 2022a). En Wallonie, nous dénombrons plus de 279.000 petites et moyennes entreprises, occupant moins de 250 personnes et assujetties à la TVA, à la fin de l'année 2021 (Statbel, 2022b).

Dans de nombreux domaines, la pandémie de Covid-19 a entraîné de multiples défis et remises en question. Le domaine des fusions et acquisitions n'y a pas échappé (Ernots, 2020). Dans un environnement modifié et en constante évolution, l'évaluation des entreprises doit désormais tenir compte de nouveaux paramètres qui déterminent la valeur de l'entreprise cible (Shved, 2021). L'approche de la due diligence, dont le but est, entre autres, de soutenir le processus d'évaluation (Lajoux et al., 2000), doit également s'ajuster à ce contexte (Shved, 2021).

Ce mémoire a pour objectif d'identifier les impacts de la crise de la Covid-19 sur la valorisation des PME wallonnes dans le cadre d'un processus d'acquisition. Étant étroitement liée à la valorisation (Berens & Strauch, 2002), la due diligence financière est également abordée afin d'identifier les répercussions de la crise sur les indicateurs financiers examinés au cours de cette mission, et qui contribuent à déterminer la valeur d'une entreprise. En outre, nous tenterons d'identifier si les paramètres techniques tels que les multiples ou les taux d'actualisation, utilisés dans les méthodes de valorisation décrites dans ce travail, ont été impactés par la crise, influençant la valeur de la cible.

Nous tenterons ainsi de contribuer à donner aux experts, chargés de valorisation de PME wallonnes, des indications ou des tendances sur les changements induits par la crise de la Covid-19, afin de mieux appréhender cet exercice.

Nous nous concentrerons sur les petites et moyennes entreprises, dont il est utile de rappeler les critères de taille énoncés par la Commission européenne dans sa recommandation 2003/361/CE (6) : elles occupent moins de 250 personnes et soit, leur chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros, soit leur total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros. Le terme « entreprise » utilisé dans ce mémoire ne se réfère pas strictement à la définition de l'entreprise de l'article I du Code de Droit Économique qui inclut les personnes physiques, morales et les organisations sans personnalité juridique. Dans ce travail, ce terme fera uniquement référence aux personnes morales qui ont pris la forme de société.

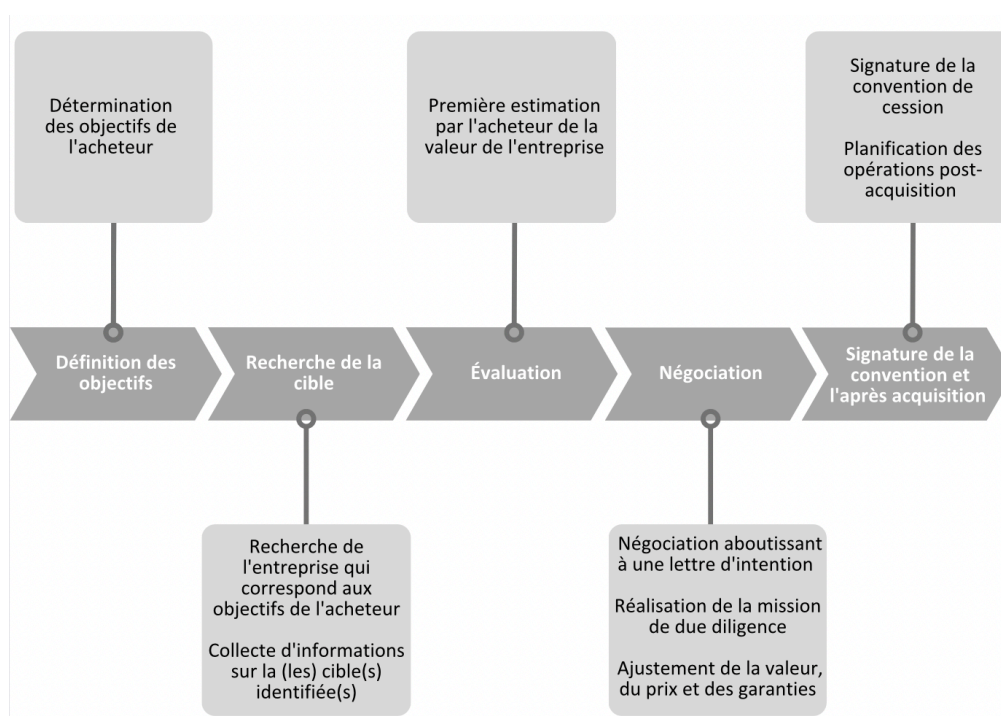
La première partie de ce mémoire est consacrée à la revue de la littérature, dans laquelle seront abordés les concepts clés de ce travail. Premièrement, nous décrirons brièvement les étapes d'une acquisition. Nous aborderons ensuite la mission de due diligence, et plus particulièrement la due diligence financière, pour suivre par les méthodes de valorisation. Le quatrième chapitre de cette revue examinera les impacts de la pandémie sur les indicateurs financiers, examinés au cours d'une due diligence financière, et qui entrent en jeu dans une valorisation. Le chapitre suivant abordera les répercussions de la pandémie sur les paramètres techniques utilisés dans les méthodes de valorisation tels que les multiples ou les taux d'actualisation. Cette partie théorique nous amènera à formuler des hypothèses nous permettant de scinder notre question de recherche en différentes sous-questions plus détaillées. La deuxième partie se consacre à la partie empirique, dans laquelle nous adopterons une approche qualitative. Après avoir présenté la méthodologie utilisée, nous développerons les réponses données par le panel de personnes interrogées. Ensuite, nous tenterons de mettre en corrélation les avis des experts et la revue scientifique afin de confirmer ou infirmer les hypothèses formulées préalablement. Pour terminer, nous dégagerons des conclusions de l'ensemble de ce travail. Les limitations de notre recherche seront exposées, de même que certaines suggestions de recherches futures.

# Partie 1 - Revue de littérature

## Chapitre 1 - Les étapes d'une acquisition

Ce chapitre présente de manière concise les principales étapes de l'acquisition d'une entreprise, afin d'obtenir une vision globale du contexte dans lequel la due diligence et la valorisation peuvent être réalisées. La perspective de l'acquéreur est adoptée dans ce chapitre, et plus généralement, dans ce mémoire car la due diligence est une mission généralement réalisée par l'acquéreur. De plus, ce dernier est plus susceptible de prendre en compte les risques éventuels liés à la pandémie de Covid-19 dans sa valorisation.

La ligne du temps, présentée ci-dessous, synthétise les étapes clés d'une acquisition, ainsi que ses objectifs principaux. Chaque étape est détaillée dans la suite de ce chapitre.



**Figure 1** - Étapes clés de l'acquisition d'une société.

(Source : auteur).

### 1. Définition des objectifs

La première étape doit permettre à l'investisseur de déterminer les raisons qui le poussent à acquérir une entreprise (Dossogne, 2005). Les motivations d'un acheteur peuvent inclure la réalisation d'économies d'échelle, le développement de nouveaux produits, de nouvelles activités ou de nouvelles technologies, l'acquisition de parts de marché, l'attraction de nouveaux talents, la diversification des risques, ou encore la réalisation des aspirations personnelles du ou des dirigeant(s) (Bhagwan et al., 2018 ; Vlerick Business School, 2023 ; Walter & Barney, 1990 ; Welch et al., 2020). Ces motivations représentent les objectifs qu'un acquéreur souhaite accomplir grâce à l'acquisition d'une entreprise. Selon Howson (2003), les acquisitions sont réalisées dans le but d'atteindre des objectifs stratégiques (croissance, synergies, nouvelles technologies...). En 2021, les acquéreurs stratégiques ont d'ailleurs dominé le marché des transmissions en Wallonie, réalisant près de 50% des transactions de l'année (Sowalfin Transmission, 2022).

## **2. Recherche de la cible**

Le processus d'acquisition implique une recherche de la cible, c'est-à-dire de l'entreprise qui permettra à l'investisseur d'atteindre ses objectifs déterminés lors de l'étape précédente. Selon Welch et al. (2020), trois approches sont utilisées pour identifier les cibles potentielles : l'analyse du marché, le réseau personnel de l'investisseur et l'assistance de conseillers externes.

Le candidat acquéreur collecte ensuite des informations sur chacune des cibles identifiées. Cette étape est simplifiée lorsque l'entreprise a rédigé un profil anonyme et/ou un mémorandum d'information. Le profil anonyme présente l'entreprise de manière concise sans divulguer son identité (Crahay et al., 2017). Le mémorandum d'information peut être considéré comme l'approfondissement du profil anonyme car il contient des informations détaillées telles que l'identité de la société, l'actionnariat, l'historique, les activités, l'organisation, la situation financière et commerciale, les perspectives d'évolution, la valeur de l'entreprise et les aspects fiscaux de la transaction (Baeten et al., 2014 ; Crahay et al., 2017).

Le transfert du mémorandum d'information est conditionné par la signature d'un accord de confidentialité. L'objectif est d'empêcher l'acquéreur, en particulier s'il est concurrent de la société, d'exploiter des informations confidentielles. Un engagement de confidentialité peut englober la totalité des documents, y compris l'existence des négociations (Baeten et al., 2014 ; Crahay et al., 2017 ; Dossogne, 2005).

## **3. Évaluation**

Les informations reçues permettent à l'acheteur potentiel d'obtenir une première estimation de la valeur de l'entreprise cible (Dreher & Ernst, 2022). La valeur mentionnée dans le mémorandum émanant de la partie vendeuse, l'acheteur calcule sa propre estimation à l'aide de différentes méthodes qui seront expliquées dans un chapitre distinct. La première évaluation est fréquemment effectuée avant la phase de négociation pour permettre à l'acquéreur de prendre la décision de poursuivre ou non l'opération (Welch et al., 2020). En effet, bien que la valeur d'une entreprise diffère de son prix, le résultat de la valorisation fournit une estimation du montant qui devra être payé ultérieurement par l'acquéreur (Dossogne, 2005).

## **4. Négociation**

L'étape de négociation débute lorsque l'acquéreur est convaincu de l'intérêt de la transaction. Les négociations consistent en une discussion entre les parties portant sur les principaux éléments de la transaction. Les accords sont repris dans une lettre d'intention liante ou non liante<sup>1</sup> (Baeten et al., 2014 ; Crahay et al., 2017). Cette déclaration, généralement non liante, permet de confirmer l'intérêt de l'investisseur de poursuivre la transaction (Baeten et al., 2014 ; Crahay et al., 2017). Ce document précise la portée juridique de la lettre, l'objet et le montant de la transaction, les modalités de paiement, l'organisation de la due diligence, le calendrier des opérations, les clauses contraignantes (principalement des clauses d'exclusivité, de confidentialité, et de non-débauchage), la durée de validité de la déclaration, les frais et le droit applicable (Crahay et al., 2017).

---

<sup>1</sup> Une lettre d'intention non liante ne comprend aucun engagement juridique qui contraint les parties à procéder à la transaction. Elle peut toutefois contenir des engagements contraignants sur d'autres aspects de la transaction (exclusivité, confidentialité,...). À l'inverse, une lettre d'intention liante contraint juridiquement les parties à procéder à la transaction (Crahay et al., 2017).

Une fois qu'un climat de confiance est instauré et que la volonté de l'investisseur de poursuivre la transaction est confirmée, la mission de due diligence débute. Cette mission est généralement réalisée avant la signature de la convention de cession et après la conclusion d'un engagement de confidentialité ainsi que d'une lettre d'intention (Baeten et al., 2014 ; Berens & Strauch, 2002 ; Crahay et al., 2017). La due diligence permet à l'acquéreur de valider les informations contenues dans le mémorandum, d'obtenir des données supplémentaires sur la cible et de valoriser l'entreprise de manière précise (Bhagwan et al., 2018 ; Dossogne, 2005 ; Welch et al., 2020). En effet, la due diligence permet de valider ou d'adapter la valeur de l'entreprise (Baeten et al., 2014). En fonction des résultats de cette mission, l'acquéreur décidera d'acquérir ou non l'entreprise, de négocier un prix inférieur à celui contenu initialement dans la lettre d'intention et/ou d'obtenir des garanties supplémentaires (Crahay et al., 2017).

## **5. Signature de la convention et l'après acquisition**

La signature de la convention marque la fin de la phase précontractuelle de la transaction et intervient lorsque les parties parviennent à un accord sur les conditions de l'opération et signent le contrat de cession définitif (Howson, 2003 ; Welch et al., 2020). Ce contrat contient notamment l'objet de la vente, le prix et les modalités de paiement, les conditions suspensives, les garanties et les engagements du vendeur et de l'acheteur (Crahay et al., 2017). Cependant, la signature du contrat ne marque pas l'aboutissement du processus. L'acquéreur doit désormais planifier les opérations post-acquisition (par exemple, l'intégration des processus, du personnel, de la technologie et des systèmes, la gestion du changement, la réalisation des synergies...) (Bhagwan et al., 2018).

En résumé, la valorisation préliminaire de l'entreprise cible par l'acquéreur potentiel a lieu généralement avant le début des négociations. Cette valeur est ensuite ajustée en fonction des résultats de la mission de due diligence, qui sera réalisée lorsque la volonté de l'acheteur de poursuivre la transaction est confirmée. Les chapitres suivants abordent plus en détail la mission de due diligence et les méthodes de valorisation.



## Chapitre 2 – La due diligence

Ce chapitre offre une vue générale de la mission de due diligence. Cette présentation est essentielle afin d'appréhender le fonctionnement de la due diligence financière, qui représente un domaine particulier de la due diligence. En adoptant la perspective de l'acheteur, cette partie se concentre spécifiquement sur la due diligence d'acquisition.

### 1. Définition

En français, le terme « due diligence » pourrait être traduit par « diligence raisonnable ». Toutefois, les termes les plus couramment utilisés pour définir cette mission dans le contexte étudié sont « audit d'acquisition » ou « due diligence d'acquisition ».

Le droit belge ne définit pas de manière légale le concept de due diligence (Baeten et al., 2014). Une définition peut être établie sur base de la littérature. Angwin (2001) définit la due diligence comme « un examen objectif et indépendant de la cible d'acquisition » [traduction libre] (p.35). En outre, plusieurs auteurs soulignent que cette mission est réalisée par l'acquéreur avant la conclusion de la transaction (Baeten et al., 2014 ; Crahay et al., 2017 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Howson, 2003 ; Lajoux et al., 2000). Ainsi, dans ce mémoire, nous retenons la définition de Wirtz (2012) : « une analyse systématique de l'entreprise cible par un acheteur potentiel avant la signature d'un contrat d'achat » [traduction libre] (cité par Dreher & Ernst, 2022, p.58).

### 2. Objectifs

Les objectifs de la due diligence dans les opérations d'acquisition sont nombreux.

La réduction de l'asymétrie de l'information entre l'acheteur et le vendeur constitue un but important de la mission. La due diligence permet au candidat acquéreur d'examiner en profondeur la société cible, d'obtenir des informations supplémentaires et de vérifier la conformité des documents reçus et des déclarations du cédant (Baeten et al., 2014 ; Bhagwan et al., 2018 ; Crahay et al., 2017 ; Harrison, 2020).

Le deuxième rôle de la due diligence est d'identifier et d'évaluer les risques liés à la transaction. Cela permet à l'acquéreur de négocier des garanties afin de se prémunir de ces risques (Dreher & Ernst, 2022 ; Howson, 2003). La réalisation d'un audit d'acquisition ne permettra cependant pas d'identifier tous les risques car l'objectif est de mener une enquête raisonnable et non complète de la société (Lajoux et al., 2000).

L'audit d'acquisition permet également de soutenir le processus d'évaluation et de négocier le prix de la transaction. Grâce à l'examen des informations passées, présentes et futures, l'acquéreur obtient une meilleure connaissance de l'entreprise et détermine de manière précise sa valeur (Lajoux et al., 2000).

L'identification de synergies potentielles et la détermination d'une stratégie post-acquisition sont également des objectifs poursuivis au cours de la due diligence (Dreher & Ernst, 2022 ; Howson, 2003).

De manière synthétique, la mission de due diligence permet aux acquéreurs de prendre des décisions plus éclairées quant à l'acquisition de l'entreprise cible (Lajoux et al., 2000). La nécessité de réaliser cette mission est démontrée par l'importance des objectifs identifiés dans la réussite du processus d'acquisition (Bhagwan et al., 2018).

### 3. Domaines

Les enquêtes menées au cours de la due diligence couvrent plusieurs domaines permettant d'obtenir une image plus complète de l'entreprise. Les domaines financier, fiscal, légal et social sont systématiquement cités par les auteurs (Baeten et al., 2014 ; Berens & Strauch, 2002 ; Bhagwan et al., 2018 ; Crahay et al., 2017 ; Harvey, & Lusch, 1995 ; Howson, 2003 ; Kroes, 2022). Dans ce mémoire, nous retenons la liste plus complète établie par Bhagwan et al. (2018) qui comprend les domaines suivants : financier, fiscal, légal, social, environnemental, opérationnel, stratégique, commercial, marketing, technologique, culturel, propriété intellectuelle et recherche & développement. Ce mémoire se concentre en particulier sur la due diligence financière. Les autres domaines sont abordés brièvement au sein d'un tableau récapitulatif.

#### 3.1. Due diligence financière

La due diligence financière est le domaine le plus répandu au sein de la due diligence d'acquisition (Bhagwan et al., 2018 ; Berens & Strauch, 2002). La conclusion de la plupart des transactions implique un examen des informations financières de l'entreprise cible (Howson, 2003). La due diligence financière est définie dans ce mémoire comme : « l'analyse de la situation patrimoniale, financière et bénéficiaire passée, présente et future de l'entreprise cible » [traduction libre] (Berens & Strauch, 2002, p.123).

Contrairement au contrôle légal des comptes annuels qui se concentre principalement sur des informations historiques, la due diligence financière porte à la fois sur le passé et sur l'avenir (Baeten et al., 2014 ; Dreher & Ernst, 2022).

Les informations principales requises dans le cadre d'une diligence financière sont regroupées dans des documents de synthèse tels que (Berens & Strauch, 2002 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Howson, 2003 ; Lessambo, 2021 ; Parienté & Martinez, 2020 ; Sillero, 2002 ; Spedding, 2009) :

- Le bilan ;
- Les comptes de résultats annuels et mensuels et/ou trimestriels et/ou semestriels ;
- Les comptes de résultats analytiques par secteur d'activité ;
- Le tableau de financement ;
- Le plan prévisionnel ;
- Les rapports d'audit et lettres d'affirmation (dans le cas où l'entreprise est soumise à un contrôle légal des comptes annuels<sup>2</sup>) ;
- Les règles comptables appliquées.

Cette liste n'est pas exhaustive car les informations et le niveau de détail demandés dépendent de la situation de chaque entreprise. Un exemple concret des informations demandées à une entreprise se trouve en annexe (annexe n°1).

---

<sup>2</sup> Les sociétés sont obligatoirement soumises à un contrôle légal des comptes annuels lorsqu'elles dépassent, à la date de clôture, au moins deux des trois critères suivants pendant deux exercices comptables consécutifs (principe de « cohérence ») : 50 travailleurs ETP en moyenne annuelle, 9.000.000€ de chiffre d'affaire HTVA annuel et 4.500.000€ de total bilantaire. Les sociétés qui font partie d'un groupe qui établit des comptes consolidés sont toujours dans l'obligation de nommer un commissaire. Par ailleurs, les sociétés, non soumises à un contrôle obligatoire, peuvent volontairement nommer un commissaire (CNC, 2022 ; IRE, n.d.)

Il est possible de mettre l'accent sur le lien étroit entre l'objectif de valorisation et la due diligence financière (Berens & Strauch, 2002). En effet, la due diligence financière collecte et analyse les informations financières qui déterminent la valeur de l'entreprise (Berens & Strauch, 2002 ; Dreher & Ernst, 2022). En allant au-delà de la simple vérification des documents financiers qui relève davantage de l'objectif d'un audit légal, la due diligence financière permet à l'acquéreur d'apprécier notamment le potentiel de génération de résultats et de flux de trésorerie futurs de l'entreprise cible (Howson, 2003).

La due diligence financière n'est pas le seul domaine pertinent pour déterminer la valeur d'une entreprise. Les risques et/ou les opportunités identifiés au cours des autres revues peuvent également impacter la valorisation. Cependant, la due diligence financière a été choisie dans ce mémoire car elle se distingue des autres domaines par sa nature transversale qui intègre les informations provenant des autres domaines (Berens & Strauch, 2002).

### 3.2. Autres domaines étudiés

Le tableau ci-dessous présente les autres domaines étudiés. Comme mentionné précédemment, ces revues ont un impact sur la valeur de l'entreprise, c'est pourquoi il est important de les décrire succinctement.

**Tableau 1** - Vue d'ensemble des domaines de la due diligence.

Domaines	Description
Fiscal	L'audit fiscal vise à identifier les risques et/ou les avantages fiscaux de l'entreprise cible. Les experts examinent le respect de la réglementation fiscale, l'existence d'impôts impayés (impôt des sociétés, TVA, accises...) ou encore les litiges avec l'administration fiscale (Baeten et al., 2014 ; Bhagwan et al., 2018 ; Dreher & Ernst, 2022).
Légal	L'audit légal analyse l'organisation de l'entreprise, la propriété des actifs, les contrats importants, les litiges éventuels et le respect du Code des Sociétés et Associations (Baeten et al., 2014 ; Bhagwan et al., 2018).
Social	La due diligence sociale examine tous les aspects reliés aux travailleurs de l'entreprise tels que le respect de la législation sociale, l'organisation générale de la société, la composition et les forces et faiblesses du personnel y compris des dirigeants et le programme de rémunération (Baeten et al., 2014 ; Bhagwan et al., 2018 ; Harvey, & Lusch, 1995).
Environnemental	L'audit environnemental vérifie le respect des normes environnementales en vigueur et détermine le risque de litiges ultérieurs (Bhagwan et al., 2018 ; Harvey, & Lusch, 1995).
Opérationnel	Cet audit examine le processus de fabrication et les capacités de production de l'entreprise cible. Ce type de due diligence varie fortement selon le secteur d'activité de la société (Bhagwan et al., 2018 ; Harvey, & Lusch, 1995).
Stratégique	L'audit stratégique a pour objectif d'évaluer dans quelle mesure l'acquisition de l'entreprise permettra à l'acquéreur d'atteindre ses objectifs stratégiques en examinant les hypothèses de développement futur de l'entreprise (Bhagwan et al., 2018 ; Dreher & Ernst, 2022).
Commercial	L'examen des aspects commerciaux consiste en une analyse du marché, des clients et des concurrents de l'entreprise cible. La position de la société sur le marché est déterminée (Bhagwan et al., 2018 ; Harvey, & Lusch, 1995).

Marketing	L'audit marketing vise à évaluer les forces et faiblesses de la stratégie marketing de l'entreprise cible en adoptant le point de vue du client. Les éventuelles synergies entre la stratégie de l'investisseur et du vendeur sont également identifiées (Bhagwan et al., 2018 ; Harvey, & Lusch, 1995).
Technologique	L'audit technologique se concentre sur l'examen des caractéristiques du matériel informatique et des logiciels, détermine la compatibilité des systèmes informatiques de l'acquéreur et du vendeur, mesure dans quelle proportion la technologie soutient l'entreprise et évalue la performance des technologies en vue du développement futur de l'entreprise (Bhagwan et al., 2018 ; Harvey, & Lusch, 1995 ; Howson, 2003).
Culturel	La due diligence culturelle permet d'évaluer les ressemblances et différences culturelles entre l'acheteur et le vendeur afin d'établir un plan d'intégration culturel (Bhagwan et al., 2018 ; Warter, I., & Warter, L., 2017).
Propriété intellectuelle	L'objectif de cet audit est de vérifier la validité des actifs immatériels de l'entreprise tels que les brevets, les marques, les secrets commerciaux, les droits d'auteur et les logiciels (Bhagwan et al., 2018 ; Howson, 2003).
Recherche & développement	La due diligence axée sur les recherches et développement examine les capacités du département et identifie les synergies potentielles (Bhagwan et al., 2018).

(Source : auteur).

Une due diligence d'acquisition ne comprend pas systématiquement tous les volets décrits. L'étendue de la mission dépend de plusieurs facteurs :

- Les caractéristiques spécifiques de l'entreprise cible : le type d'entreprise, le secteur d'activité, la taille, le marché, le nombre d'années d'activité, la localisation et la stabilité de l'entreprise (Dreher & Ernst, 2022 ; Lajoux et al., 2000) ;
- Les contraintes de coûts : l'analyse de l'ensemble des domaines requiert l'intervention de nombreux experts, ce qui représente une charge financière conséquente pour l'acquéreur. Le nombre de domaines testés dépend des contraintes de coût, généralement liées à la taille de l'opération (Harvey, & Lusch, 1995 ; Lajoux et al., 2000) ;
- Les contraintes de temps : les domaines considérés comme « moins importants » par l'acquéreur ne sont pas examinés lorsque l'opération est soumise à un délai serré (Harvey, & Lusch, 1995 ; Lajoux et al., 2000).

#### 4. Composition de l'équipe

En raison de la diversité des domaines étudiés, l'acquéreur doit s'entourer d'une équipe multidisciplinaire (Baeten et al., 2014). Les auteurs s'accordent généralement sur la nécessité de faire appel au minimum à des professionnels du chiffre tels que des réviseurs d'entreprise, auditeurs, comptables, experts-comptables..., des avocats et des conseillers fiscaux (Baeten et al., 2014 ; Berens & Strauch, 2002 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Lajoux et al., 2000 ; Lessambo, 2021 ; Spedding, 2009). Parmi les autres experts, les banquiers d'investissement (Lessambo, 2021), les ingénieurs (Lajoux et al., 2000), les spécialistes en assurances (Spedding, 2009) et les experts en environnement (Berens & Strauch, 2002) sont également cités par les auteurs.

Ces experts peuvent être recrutés au sein de l'entreprise acheteuse (Berens & Strauch, 2002 ; Lajoux et al., 2000 ; Lessambo, 2021). Néanmoins, le recours à une expertise externe est souvent privilégié en raison du manque d'expérience de l'acquéreur (Berens & Strauch, 2002) et surtout de la dimension d'objectivité apportée par ces personnes externes (Baeten et al., 2014).

## 5. Organisation générale de la mission

Contrairement à l'audit, la due diligence n'est pas réglementée par des normes qui définissent un cadre général pour la réalisation de la mission (Baeten et al., 2014). La due diligence est une mission contractuelle. Ainsi, l'acquéreur doit préalablement déterminer avec son équipe de conseillers l'étendue de la due diligence et ses objectifs. La planification minutieuse sera bénéfique pour la suite du processus (Howson, 2003 ; Spedding, 2009). Les activités à réaliser et les domaines analysés sont reprises dans une lettre de mission (Baeten et al., 2014). Cette lettre, conclue entre l'acquéreur et son équipe, contient une description de la mission, une description de l'équipe, l'accès à l'information, le calendrier des opérations, la teneur du ou des rapport(s) attendu(s), le budget, les conditions de rémunération et des engagements de confidentialité (Crahay et al., 2017).

L'étape suivante est la transmission des informations entre l'équipe de due diligence et l'entreprise cible. La collecte de données est une étape importante car le succès de la mission repose sur les documents qui ont été rendus accessibles à l'acquéreur (Baeten et al., 2014). Généralement, les informations sont transmises via une *data room* ou salle de données. Historiquement, une *data room* désignait une salle physique, habituellement située dans les locaux de l'entreprise cible ou chez un avocat, dans laquelle les informations sont consultables selon des horaires prédéfinis (Dreher & Ernst, 2022 ; Spedding, 2009). De nos jours, les salles de données virtuelles accessibles via Internet sont devenues la norme et présentent l'avantage d'être accessibles à tout moment (Dreher & Ernst, 2022), cette tendance ayant été accélérée par la pandémie (Deloitte, n.d.).

La consultation des documents n'étant généralement pas suffisante (Baeten et al., 2014 ; Lajoux et al., 2000), des entretiens avec les collaborateurs et des visites d'entreprise sont également prévus (Berens & Strauch, 2002 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Wangerin, 2019). Cependant, les visites d'entreprises ont été rendues plus compliquées en raison de la pandémie (Deloitte, n.d.).

Outre les informations obtenues directement de l'entreprise cible, l'acheteur peut également récolter des informations externes provenant des principaux concurrents, fournisseurs, clients, auditeurs, banques, partenaires commerciaux... Ce type d'information permet de vérifier la validité des données fournies par l'entreprise (Dreher & Ernst, 2022).

Après examen de toutes les informations obtenues, le rapport qui expose les résultats de la due diligence d'acquisition est rédigé. La teneur de celui-ci est définie dans la lettre de mission et dépend des besoins spécifiques de l'acquéreur. Globalement, deux formats de rapport peuvent être émis : le rapport *red flag* (BDO, n.d.) ou le rapport *long-form* (Baeten et al., 2014). Le premier rapport se limite aux résultats principaux et identifie les éléments susceptibles de briser la transaction (*deal breakers*) ou d'avoir un effet important sur le prix (BDO, n.d.). Le second, plus courant, englobe presque tous les aspects de l'entreprise cible. Outre les informations générales telles que l'historique et la présentation de la société, le rapport détaille les résultats de chaque domaine analysé (Howson, 2003). En fonction des risques identifiés, l'acquéreur décidera de mettre fin aux négociations, de négocier un prix inférieur, d'adapter la structure d'acquisition et/ou d'obtenir des garanties supplémentaires (Crahay et al., 2017).

En conclusion, ce chapitre nous a permis de comprendre les principaux aspects de la due diligence. Nous avons abordé sa définition, ses objectifs, ses domaines, l'équipe et l'organisation de celle-ci. Nous avons mis l'accent sur un domaine particulier, la due diligence financière. Ce volet est indispensable pour aboutir à une valorisation la plus objective possible, car elle implique l'examen des informations financières qui déterminent la valeur de l'entreprise cible. Les autres domaines ont été brièvement décrits. Ce chapitre abordant des aspects plus organisationnels de la due diligence, nous n'avons pas jugé utile de décrire les impacts de la pandémie de Covid-19 puisque ce mémoire se concentre sur les répercussions de la pandémie sur les éléments qui influencent la valeur des PME wallonnes. Le chapitre suivant est consacré aux méthodes de valorisation.

## Chapitre 3 - Les méthodes de valorisation

Avant de présenter les éléments qui déterminent la valeur de l'entreprise et les impacts de la pandémie sur ces derniers, les méthodes de valorisation doivent être expliquées. Cette structure permet de mettre en lumière les composantes des techniques d'évaluation et, par conséquent, de mieux comprendre l'attention particulière qui sera portée à certains éléments dans les chapitres suivants. Les trois méthodes de valorisation les plus courantes dans le cadre de l'évaluation d'une PME sont expliquées ci-dessous. Chacune de ces méthodes repose sur des approches et paramètres distincts, et de ce fait, aboutit à une valeur différente (Dossogne, 2005). En pratique, ces méthodes doivent être appliquées de manière complémentaire pour obtenir une fourchette de valorisation plutôt qu'une valeur précise (Coulon, 2022 ; Streel & Meunier, 2013).

### 1. Méthode de l'actif net comptable corrigé

La méthode de l'actif net comptable corrigé repose sur le principe selon lequel la valeur réelle des actifs diminués des dettes et des provisions correspond à la valeur de l'entreprise (Streel & Meunier, 2013).

La première étape, très importante, implique la détermination de la valeur réelle des postes du bilan. En effet, bien que le bilan soit censé représenter une image fidèle de la situation patrimoniale de l'entreprise, la valeur comptable peut différer de la valeur réelle (Dossogne, 2005 ; Nicoară, 2019 ; Van Caillie & Leboutte, 1990). La différence entre le prix de marché et la valeur comptable entraîne des plus ou moins-values pour l'acquéreur potentiel (Nicoară, 2019). Ces plus- ou moins-values doivent être considérées nettes d'impôt (IRE, 2007).

Streel et Meunier (2013) ont identifié quelques ajustements du bilan :

- Éléments d'actif :
  - Annulation des frais d'établissement ;
  - Plus-values sur immobilisation (in)corporelles ;
  - Réévaluation des participations financières ;
  - Ajustement de la valeur des stocks sur base de leur méthode d'évaluation ;
  - Réduction de valeur sur créances commerciales.
- Éléments de passif :
  - Provisions à caractère de réserves ;
  - Dettes sociales.
- Autres :
  - Avoirs hors bilan ;
  - Pertes fiscales récupérables.

Certains de ces ajustements seront détaillés lors de l'examen du bilan. Cette section nous permettra également d'identifier l'impact de la pandémie sur ces ajustements.

Une fois que les éléments du bilan ont été ajustés, l'actif net comptable corrigé (ANCC) peut être calculé grâce à la formule suivante (Streel & Meunier, 2013) :

$$ANCC = (\text{Actifs corrigés}) - (\text{Dettes corrigées} + \text{Provisions corrigées})$$

La méthode de l'actif net comptable corrigée aboutit à la valeur des fonds propres. Cette valeur est différente de la valeur de l'entreprise. En effet, la valeur de l'entreprise représente la valeur actuelle des liquidités futures générées par les actifs de l'entreprise, indépendamment de leur mode de financement. Le passage de la valeur de l'entreprise à la valeur des fonds propres est assez simple. L'endettement financier net, correspondant aux dettes financières à court et à long terme diminuées de la trésorerie excédentaire, considérées en valeur de marché, doit être retirée de la valeur de l'entreprise pour obtenir la valeur des fonds propres (Dossogne, 2005 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Streel & Meunier, 2013). La trésorerie excédentaire représente les liquidités disponibles qui ne sont pas utilisées par l'entreprise pour financer son cycle d'exploitation (Dossogne, 2005).

Cette méthode, bien que relativement simple, présente quelques inconvénients. En se basant uniquement sur le bilan historique, cette approche adopte une perspective statique qui ne tient pas compte de la rentabilité future de l'entreprise cible (Streel & Meunier, 2013 ; Van Caillie & Leboutte, 1990). Par conséquent, elle aboutit à une valeur minimale et doit être utilisée de préférence pour la valorisation d'entreprises patrimoniales, d'entreprises avec un faible rendement ou d'entreprises en difficulté (Streel & Meunier, 2013). De plus, le goodwill, défini par Nicoară (2019) comme « un actif incorporel qui résulte de la réputation, du prestige, de la clientèle et d'autres facteurs qui ne peuvent être mesurés ou identifiés séparément, mais qui contribuent à l'obtention de revenus » [traduction libre] (p.73) n'est pas pris en compte dans cette méthode de valorisation. Le goodwill correspond à la différence entre le prix payé par l'acheteur et la valeur corrigée de l'actif net de l'entreprise (Dossogne, 2005 ; Streel et al., 2017).

## **2. Méthode des multiples**

La méthode des multiples détermine la valeur de l'entreprise cible en se référant aux multiples de valorisation observés sur le marché pour des entreprises similaires (Dossogne, 2005 ; Dreher & Ernst, 2022). La comparaison peut être établie en se basant soit sur des transactions récentes, soit sur les valeurs des sociétés cotées en bourse opérant dans le même secteur d'activité que l'entreprise cible (Coulon, 2022 ; Dossogne, 2005 ; Streel & Meunier, 2013).

Premièrement, un ensemble de sociétés comparables est constitué en sélectionnant des entreprises de même taille et opérant dans le même secteur d'activité (Dossogne, 2005). Cette méthode repose sur l'hypothèse selon laquelle l'entreprise cible est évaluée de la même manière que les entreprises comparables (Lessambo, 2021). Cette approche n'est pertinente que dans le cas où les entreprises sélectionnées sont fortement similaires à l'entreprise cible.

La seconde étape consiste à sélectionner un multiple adéquat parmi les multiples disponibles pour évaluer une entreprise (Dossogne, 2005). Streel et Meunier (2013) ont identifié les multiples les plus utilisés en pratique :

- P/E (Résultat net) ;
- P/CF (Cash-flow) ;
- P/BV (Fonds propres comptables) ;
- EV/S (Chiffre d'affaires) ;
- EV/EBIT (Résultat d'exploitation) ;
- EV/EBITDA (Cash-flow d'exploitation).

Les trois premiers multiples aboutissent à la valeur des fonds propres, tandis que les trois derniers permettent de calculer la valeur de l'entreprise. Comme expliqué précédemment, la valeur des fonds propres diffère de la valeur de l'entreprise. Cette dernière représente la valeur actualisée des liquidités futures générées par les actifs de l'entreprise, indépendamment de leur mode de financement.

À nouveau, le passage de la valeur de l'entreprise à celle des fonds propres s'effectue en déduisant l'endettement financier net de la valeur d'entreprise (Dossogne, 2005 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Streel & Meunier, 2013).

L'objectif de ce mémoire n'étant pas de présenter tous les multiples de valorisation en détail, nous nous concentrons uniquement sur le multiple EV/EBITDA pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ce multiple est le plus utilisé en pratique. Bancel et Mittoo (2013) ont indiqué que ce multiple a été choisi dans 83% des cas en 2012 (cités par Astolfi et al., 2014). De plus, l'EBITDA ou en français, le résultat d'exploitation avant intérêts, impôts, amortissements et réductions de valeur, n'est pas impacté par la politique d'investissement, la politique de financement, le taux d'imposition et les résultats non récurrents de l'entreprise (Dossogne, 2005 ; Sillero, 2002). Cette particularité facilite la comparaison des performances opérationnelles entre les entreprises. Enfin, l'EBITDA est l'indicateur se rapprochant le plus de la notion de flux de trésorerie (Sowalfin Transmission, 2022).

Une fois le multiple choisi, ce dernier doit être calculé pour chacune des sociétés comparables sélectionnées lors de la première étape sur base de la formule suivante (Astolfi et al., 2014) :

$$\text{Multiple de l'EBITDA} = \frac{\text{Valeur de l'entreprise}}{\text{EBITDA}}$$

Le multiple moyen ou médian, préférable car il n'est pas influencé par des valeurs extrêmes, est ensuite calculé (Dossogne, 2005 ; Streel & Meunier, 2013). Enfin, ce multiple est appliqué à l'EBITDA normalisé de l'entreprise cible pour obtenir la valeur de l'entreprise (Astolfi et al., 2014 ; Coulon, 2022) :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Multiple médian de l'EBITDA} * \text{EBITDA normalisé}$$

La procédure de normalisation de l'EBITDA sera expliquée dans la suite de ce mémoire. À ce stade, il convient juste de remarquer que cette normalisation permet d'éliminer les éléments non récurrents afin d'obtenir une valeur plus objective de l'entreprise (Sillero, 2002).

Pour l'évaluation des PME, la méthode de valorisation par le multiple de l'EBITDA se résume à cette dernière étape. En effet, les évaluateurs se réfèrent directement au multiple moyen de l'EBITDA déjà calculé dans différentes études par taille de transaction et par secteur d'activité. Nous analyserons ce multiple dans le chapitre portant sur les paramètres techniques de valorisation.

Un dernier point à souligner dans le cadre de l'évaluation de petites et moyennes entreprises non cotées est l'application d'une décote d'illiquidité (Dossogne, 2005). Cette décote sera appliquée de préférence à la valeur des fonds propres (valeur de l'entreprise – endettement financier net) de l'entreprise (Streel & Meunier, 2013). Cette réduction de la valeur tient compte des risques spécifiques associés aux PME non cotées, notamment le risque d'illiquidité. En effet, les titres d'une PME non cotée sont moins facilement échangeables que ceux d'une société cotée (Dossogne, 2005 ; Streel & Meunier, 2013).

En définitive, cette méthode est relativement simple mais repose sur la sélection d'entreprises similaires à l'entreprise cible ce qui est pratiquement impossible (Dreher & Ernst, 2022). Plus particulièrement, les PME ont des caractéristiques spécifiques qui sont difficiles à prendre en compte dans un multiple ou une décote (IRE, 2014). Par conséquent, cette méthode est généralement utilisée en complément de la méthode des flux de trésorerie actualisés.

### 3. Méthode des flux de trésorerie actualisés

La méthode des flux de trésorerie actualisés, plus connue sous son nom *Discounted Cash-Flows* (DCF), se distingue des autres techniques d'évaluation par son orientation vers le futur. Cette méthode est basée sur le principe selon lequel la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie futurs actualisés à la date de l'évaluation (Streel & Meunier, 2013). Cette approche par le rendement adopte le point de vue de l'investisseur qui achète un potentiel de création de valeur future (Sillero, 2002).

La méthode des flux de trésorerie actualisés implique la détermination de trois éléments clés : les flux de trésorerie futurs, la valeur terminale et le taux d'actualisation (Streel & Meunier, 2013). Ces éléments sont ensuite intégrés dans une formule pour déterminer la valeur de l'entreprise.

Les flux de trésorerie considérés dans cette méthode correspondent aux flux de trésorerie disponibles, aussi nommés *Free Cash-Flows to the Firm* (FCFF). Ces flux représentent les liquidités générées par l'entreprise susceptibles d'être distribuées aux deux sources de financement, les actionnaires et les prêteurs (Dossogne, 2005 ; Lambert & Essaheli, 2021 ; Lessambo, 2021). Lambert et Essaheli (2021) présentent la formule du cash-flow libre pour l'entreprise :

<b>Résultat d'exploitation</b>	
+ corrections de normalisation	
<b>Résultat d'exploitation normalisé</b>	<b>EBIT</b>
+ charges non-décaissées	
- produits non-encaissés	
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>EBITDA</b>
- impôt calculé sur l'EBIT	
<b>Résultat opérationnel après impôt</b>	<b>NOPAT</b>
- variation du besoin en fonds de roulement	
- dépenses d'investissement	
<b>Cash-flow libre pour l'entreprise</b>	<b>FCFF</b>

Les flux de trésorerie futurs, déterminés grâce au plan prévisionnel, seront calculés de manière similaire, en se basant sur l'évolution des flux de trésorerie historiques (Dossogne, 2005 ; Coulon, 2022). Les corrections de normalisation, les variations du besoin en fonds de roulement et les dépenses d'investissement seront expliquées dans le chapitre suivant.

La détermination des flux de trésorerie futurs n'est pas envisageable dans un horizon de temps illimité. Habituellement, les flux ne sont projetés que sur une période de 5 ou 10 ans (Dreher & Ernst, 2022 ; Lambert & Essaheli, 2021 ; Lessambo, 2021). Cependant, l'entreprise continue à générer des flux au-delà de cette période. Ainsi, la valeur terminale, correspondant à la somme actualisée de flux de trésorerie générés au-delà de la période de prévision, doit être déterminée (Dossogne, 2005). Cette valeur représente un pourcentage important, généralement comprise entre 40 et 60% de la valeur de l'entreprise (Lambert & Essaheli, 2021). La valeur terminale actualisée à la fin de la période de projections ( $n$ ) peut être calculée comme suit (Coulon, 2022) :

$$\text{Valeur terminale } (n) = \frac{\text{Flux normatif } (n) \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Où :

- $g$  = *taux de croissance constant et infini du flux normatif*
- $WACC$  = *Weighted Average Cost of Capital*

Le taux d'actualisation ou *WACC (Weighed Average Cost of Capital)* correspond au « rendement minimal exigé par les deux sources de financement, le capital et l'emprunt, pondéré par leur poids, en valeur de marché, dans la structure du passif de l'entreprise » (Lambert & Essaheli, 2021, p.41). Ainsi, la valeur du *WACC* dépend de la structure de financement de l'entreprise (Dossogne, 2005). Selon Lambert et Essaheli (2021), les petites et moyennes entreprises belges ont généralement un coût moyen pondéré du capital compris entre 8% et 12%.

La formule du *WACC* (ou *CMPC* en français) est la suivante (Dossogne, 2005 ; Streel & Meunier, 2013) :

$$WACC = K_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + K_D \times \frac{V_D}{V_{CP} + V_D} + (1 - IS)$$

Où :

- $K_{CP}$  = Coût des capitaux propres
- $K_D$  = Coût de la dette
- $V_D$  = Valeur de marché de la dette financière
- $V_{CP}$  = Valeur de marché des capitaux propres
- $IS$  = Taux d'impôt des sociétés

Le coût des capitaux propres correspond à la rentabilité exigée par les actionnaires en compensation du risque encouru, et est dérivé de la formule du *Capital Asset Pricing Model* (Streel & Meunier, 2013) :

$$K_{CP} = \text{taux sans risque} + (\text{beta} \times \text{prime de risque}) + \text{Small Firm Premium}$$

En Belgique, le taux sans risque de référence est généralement représenté par le rendement des obligations d'État à 10 ans. Le coefficient bêta représente le risque spécifique d'une société ou d'un secteur. La prime de risque correspond au rendement additionnel requis par l'investisseur par rapport à un investissement sans risque. Enfin, lors d'évaluation de petites et moyennes entreprises non cotées, il convient d'ajouter une prime de risque supplémentaire, nommée *Small Firm Premium*. Cette prime reflète les risques spécifiques d'une petite entreprise tels que le risque de non-diversification de l'investissement, le manque de liquidité, le risque de faillite, les risques liés au management... (Coulon, 2022 ; Dossogne, 2005 ; Streel & Meunier, 2013).

Le coût de la dette correspond au coût d'endettement historique et futur de l'entreprise (Streel & Meunier, 2013). Le coût réel de la dette est obtenu en réduisant le coût initial par les économies d'impôts résultant de la diminution du résultat due aux charges financières liées à la dette (Coulon, 2022 ; Dossogne, 2005). En effet, les charges d'intérêts sont déductibles de la base imposable (Dossogne, 2005).

La dernière étape pour obtenir la valeur de l'entreprise consiste à calculer la somme des flux de trésorerie attendus, y compris la valeur terminale, actualisée à la date de l'évaluation ( $t=0$ ).

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{cash flow libre}_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{valeur terminale}}{(1 + WACC)^n}$$

La méthode des flux de trésorerie actualisés aboutit à la valeur de l'entreprise. En effet, la valeur obtenue correspond à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs générés par les actifs de l'entreprise. Cette valeur représente ainsi la valeur de l'entreprise telle qu'expliquée précédemment. Si l'acquéreur souhaite connaître la valeur des fonds propres de la société, l'endettement financier net doit être retiré de la valeur de l'entreprise (Dossogne, 2005 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Streel & Meunier, 2013).

Cette méthode est largement reconnue comme l'une des approches les plus pertinentes pour évaluer une entreprise (Dossogne, 2005 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Streel & Meunier, 2013). Bien que complexe et reposant sur des hypothèses futures difficiles à estimer, elle permet de tenir compte du temps et de l'incertitude associés aux flux de trésorerie futurs, offrant une estimation plus précise de la valeur de l'entreprise.

Chacune de ces méthodes présente ses propres avantages et inconvénients. En théorie, la méthode des flux de trésorerie actualisés est considérée comme l'une des méthodes les plus pertinentes, car elle adopte le point de vue de l'investisseur qui cherche à acquérir un potentiel de création de valeur future. Toutefois, les autres méthodes sont également fréquemment utilisées. Le choix de la méthode dépend souvent du type et du secteur de l'entreprise à évaluer. Par ailleurs, le recours à plusieurs méthodes pour une même entreprise permet d'obtenir une fourchette de valorisation. Les deux prochaines parties sont dédiées à l'examen des éléments qui déterminent la valeur de l'entreprise, ainsi qu'aux impacts de la pandémie de Covid-19.

## **Chapitre 4 - La due diligence financière et la valorisation en période de pandémie de Covid-19**

Une brève explication est nécessaire afin de comprendre le titre de ce chapitre. Comme précédemment expliqué, la due diligence financière est étroitement liée à la valorisation de l'entreprise cible (Berens & Strauch, 2002). En examinant le bilan, le compte de résultats et les flux de trésorerie, la due diligence financière analyse les éléments qui déterminent la valeur de l'entreprise (Berens & Strauch, 2002 ; Dreher & Ernst, 2022). Le premier chapitre de notre revue de littérature souligne toutefois que la première évaluation est fréquemment réalisée avant cette mission (Welch et al., 2020). Néanmoins, nous avons choisi de présenter la due diligence financière et la valorisation de manière complémentaire, car toute évaluation nécessite inévitablement un examen approfondi des indicateurs financiers qui déterminent la valeur de l'entreprise. La due diligence financière, telle que présentée dans ce mémoire, intègre les considérations prises en compte par les évaluateurs dans la détermination de la valeur d'une entreprise.

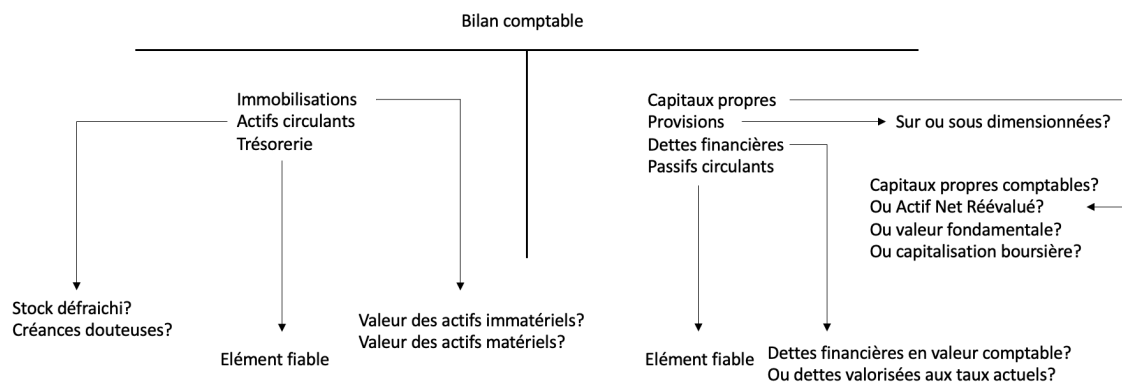
En raison de la crise sanitaire récente que nous avons traversée et qui se poursuit encore aujourd'hui, les indicateurs financiers qui entrent en jeu dans la valorisation ont été impactés par la pandémie (Dwiyantri & Wondabio, 2023). Bien que les conséquences diffèrent d'un secteur d'activité à l'autre (Kooli & Lock Son, 2021), la Covid-19 a entraîné une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs (KPMG, 2020c). Par conséquent, la due diligence financière doit être réalisée de manière approfondie afin d'identifier les nouveaux risques pour l'investisseur et réduire les incertitudes engendrées par la pandémie (Kooli & Lock Son, 2021 ; PWC, 2020b).

Ce chapitre examine les postes du bilan, les éléments constitutifs de l'EBITDA, le besoin en fonds de roulement, les dépenses d'investissements, les prévisions financières ainsi que les impacts de la pandémie de Covid-19 sur ces éléments.

### **1. Impacts sur le bilan**

Le bilan, qui représente la première source d'informations d'un diagnostic financier, synthétise la situation patrimoniale de l'entreprise à la date de clôture de l'exercice (Parienté & Martinez, 2020 ; Sillero, 2002). Dans un exercice de valorisation, certaines rubriques du bilan nécessitent des ajustements de leur valeur comptable afin de refléter au mieux leur valeur réelle (Lessambo, 2021). Le diagnostic financier permet de vérifier l'existence, l'exhaustivité et la valorisation des éléments contenus dans le bilan (Rankine et al. 2003, cités par Matzen, 2018). L'objectif est d'éviter que l'acquéreur ne paye pour des actifs inexistants ou surévalués, ou qu'il supporte des passifs dont il ignorait l'existence (Matzen, 2018).

Coulon (2022) a établi un schéma des faiblesses du bilan comptable. Cette représentation du bilan, présentée à la page suivante, permet d'identifier les grandes masses bilantaires les plus susceptibles d'être revalorisées.



**Figure 2** - Les faiblesses du bilan comptable.

(Source : Coulon, 2022).

La partie ci-dessous détaille les catégories du bilan ainsi que les impacts de la pandémie sur la valorisation de ces rubriques. Les capitaux propres ne sont pas développés. Pour rappel, la méthode de valorisation de l'actif net corrigé aboutit à la valeur des fonds propres. Ces derniers sont donc évalués à leur valeur réelle de manière indirecte.

### 1.1. Actifs immobilisés

Les actifs immobilisés sont composées des immobilisations incorporelles, corporelles et financières (Parienté & Martinez, 2020). La différence entre le prix de marché et la valeur comptable de ces immobilisations entraîne des plus ou moins-values pour l'acquéreur (Nicoară, 2019). La baisse de l'activité économique causée par la pandémie de Covid-19 implique une réestimation de la valeur de marché des immobilisations (KPMG, 2020c). En effet, les évaluations réalisées avant la pandémie pourraient ne plus refléter la réalité économique (KPMG, 2020b).

#### *Immobilisations incorporelles*

Les actifs immatériels ne sont généralement pas comptabilisés à leur juste valeur, car la valeur comptable reflète leur coût de création, souvent inférieur à leur valeur réelle, ou leur coût d'acquisition (Sillero, 2002). La valeur de marché des immobilisations incorporelles dépend de leur potentiel de création de valeur (Sillero, 2002). Ainsi, une entreprise dotée d'un immatériel solide a une valeur plus importante, ce qui doit se traduire par la prise en compte de plus-values pour les immobilisations susceptibles de générer d'importants bénéfices futurs (Coulon, 2022 ; Mullins et al., 2011). Par ailleurs, certaines immobilisations ne sont pas productrices de revenus et sont considérées comme des non-valeurs, par exemple, les frais de développement. Ces dernières doivent donc faire l'objet de moins-values (Sillero, 2002).

La valeur de réalisation des actifs incorporels doit être réestimée en fonction des prévisions de rentabilité qui ont été affectées positivement ou négativement par la pandémie (KPMG, 2020c). En 2020, KPMG s'attendait à une accélération des tests de dépréciation des actifs incorporels, y compris du goodwill (KPMG, 2020b).

### *Immobilisations corporelles*

La différence entre la valeur réelle et la valeur de marché des immobilisations corporelles provient principalement des politiques d'amortissement appliquées pour des raisons fiscales, qui ne reflètent pas toujours la réalité économique (Streel & Meunier, 2013 ; Van Caillie & Leboutte, 1990). Par exemple, la durée d'amortissement fiscalement admise pour un bâtiment est entre 20 et 30 ans, alors que sa durée de vie réelle est généralement plus longue.

En raison de la fermeture de nombreuses entreprises, certaines immobilisations corporelles ont été sous-utilisées ou inutilisées pendant une période donnée (Alao & Gbolagade, 2020). Par conséquent, leur durée de vie et leur valeur résiduelle doivent être reconsidérées (KPMG, 2020c). De plus, les changements durables dans l'utilité des immobilisations doivent être pris en compte afin de déterminer leur valeur réelle pour l'investisseur (Alao & Gbolagade, 2020).

Ces immobilisations corporelles sont étroitement liées aux dépenses d'investissements (Sillero, 2002). L'impact de la pandémie sur ces actifs provient principalement de ces flux d'investissements. Toutefois, la vision statique du bilan n'étant pas le meilleur moyen d'analyser ces flux, nous nous pencherons sur ce sujet dans la suite de ce chapitre.

### *Immobilisations financières*

Les immobilisations financières comprennent des participations, des prêts et des cautionnements. Cette rubrique nécessite également des ajustements afin que la valeur retenue par l'acquéreur corresponde à la valeur de réalisation effective de l'immobilisation financière (Sillero, 2002). Une réduction de valeur doit être considérée dans le cas où les perspectives de rentabilité futures de l'entreprise dans laquelle les participations sont détenues se sont détériorées. De la même manière, les créances doivent faire l'objet de moins-values si leur remboursement est incertain (ITAA, 2020). À l'inverse, l'acquéreur potentiel tiendra compte d'une plus-value dans le cas où la situation des entreprises liées ou avec un lien de participation s'est améliorée.

Contrairement aux autres rubriques du bilan, les répercussions de la pandémie sur les immobilisations financières ne sont pas identifiées de manière directe. En effet, l'expert chargé de l'évaluation de l'entreprise cible devra estimer les impacts de la pandémie sur le bilan, le compte de résultats, les flux de trésorerie et les prévisions des entreprises dans lesquelles l'entreprise cible détient une participation.

## **1.2. Actifs circulants**

Les actifs circulants comprennent principalement les catégories de stocks, de créances commerciales et de trésorerie (Dossogne, 2005 ; Parienté & Martinez, 2020). Les stocks et les créances commerciales sont analysés en priorité (Sillero, 2002). En revanche, la trésorerie ne fait pas l'objet d'un examen particulier car elle est considérée comme un élément fiable du bilan. En effet, contrairement à d'autres actifs dont la valeur peut être sujette à des estimations, la trésorerie provient d'une valeur objective (Coulon, 2022). De plus, sa valeur de marché est généralement égale à sa valeur comptable<sup>3</sup> (Streel & Meunier, 2013). Pour cette raison, la trésorerie n'est pas développée dans ce mémoire.

---

<sup>3</sup> Sauf dans le cas où elle comprend des placements de trésorerie.

## *Stocks*

Les stocks représentent une partie importante du bilan dans de nombreuses entreprises, particulièrement en Wallonie où 11,6% des PME sont actives dans le secteur de la construction, 10,7% dans le secteur de l'industrie, et 8,4% dans le secteur du commerce de détail en 2021 (UCM, UNIZON & Graydon Belgium, 2023). La due diligence financière examine, entre autres, les méthodes d'évaluation des stocks et vérifie que les éléments ne soient pas sous- ou surévalués (Sillero, 2002). Cet examen est complexe car l'évaluation du stock, et particulièrement des commandes en cours, peut être soumise à interprétation. De plus, les règles concernant les réductions de valeur doivent être revues afin de confirmer qu'elles reflètent fidèlement la réalité (Howson, 2003).

La baisse de la demande et/ou les perturbations de la chaîne d'approvisionnement causées par la pandémie ont un impact négatif sur la valorisation des stocks des entreprises qui ont rencontré ces difficultés (Charles, 2020, cité par Alao & Gbolagade, 2020). Une diminution de la demande peut conduire à une obsolescence des stocks (Ernots, 2020). Ernots (2020) cite également la nécessité de tenir compte des produits expirés, des stocks à rotation lente et des stocks excédentaires en raison de la pandémie. Des réductions de valeur doivent être prises en compte s'il est constaté une détérioration physique, une obsolescence ou des variations de prix (Alao & Gbolagade, 2020).

## *Créances commerciales*

Les créances commerciales doivent être évaluées à une valeur qui reflète leur valeur de réalisation, c'est-à-dire leur montant encaissable à terme (Sillero, 2002). Le diagnostic financier identifie les surévaluations et les risques potentiels d'irrecouvrabilité (Howson, 2003 ; Sillero, 2002). Afin de déterminer leur valeur réelle, Sillero (2002) recommande notamment d'obtenir des informations sur les conditions de paiement des clients, d'effectuer une analyse du solde des créances en fonction de leur ancienneté et de les comparer avec les délais de paiement théoriques et de contrôler les procédures de recouvrement des créances. En outre, les principes de comptabilisation des réductions de valeur pour créances douteuses doivent être examinés (Howson, 2003 ; Sillero, 2002).

En raison de la pandémie, les clients de l'entreprise cible ont été plus susceptibles de rencontrer des problèmes de trésorerie, les empêchant ainsi de rembourser leurs dettes à l'échéance prévue. Le diagnostic financier analyse l'évolution des créances commerciales de l'entreprise dans le but d'identifier des problèmes de recouvrement dus à la pandémie (Ernots, 2020). De plus, les réductions de valeur doivent être réévaluées en fonction des informations obtenues et des dépréciations supplémentaires doivent être prises en compte pour les créances dont le paiement est incertain ou compromis en raison de la pandémie (Durocher & Deschênes, 2020 ; Shved, 2021).

Ces deux catégories du bilan sont des composantes du besoin en fonds de roulement (BFR) d'une entreprise. Les changements survenus dans les stocks et les créances commerciales ont eu des répercussions sur le niveau de besoin en fonds de roulement. L'approche statique du bilan ne se prêtant pas à une analyse des variations du BFR, ce concept est examiné dans la partie dédiée aux flux de trésorerie.

### **1.3. Provisions**

Les provisions pour risques et charges concernent les risques prévisibles, les pertes potentielles et les dépréciations. La détermination du montant de la provision est un exercice complexe car il résulte d'une estimation des charges probables ou du montant d'une obligation future (CNC, 2019). Le diagnostic financier débute par un inventaire des provisions comptabilisées. Cet inventaire doit permettre de différencier les provisions régulières des provisions occasionnelles. En raison de l'incertitude entourant les montants des provisions, l'évaluateur doit se concentrer sur la raisonnable et l'exhaustivité des provisions. En effet, certaines provisions peuvent être sous-évaluées ou tout simplement non comptabilisées. À l'inverse, certaines provisions peuvent être conservées dans le bilan pour des raisons purement fiscales ou comptables, même si ces provisions ne sont plus justifiées. Elles doivent alors être considérées comme des fonds propres (Sillero, 2002).

Les impacts de la pandémie sur les provisions pour risques et charges sont complexes à généraliser car elles dépendent des circonstances propres à chaque entreprise. Néanmoins, l'ITAA (2020) présente quelques exemples de provisions comptabilisées en raison de la pandémie, tels que, entre autres, les obligations reposant sur l'entreprise en matière de chômage avec complément d'entreprise, les indemnités de licenciement, et les dommages et intérêts contractuels en cas de retard de livraison. Ces exemples suggèrent que les entreprises ont probablement dû enregistrer des provisions supplémentaires non récurrentes. Cependant, aucune conclusion générale ne peut être tirée de ces exemples. L'expert chargé du diagnostic financier devra estimer la raisonnable et l'exhaustivité des provisions (Sillero, 2002). L'objectif est d'identifier les risques qui nécessitent que l'acquéreur négocie des garanties supplémentaires afin d'éviter qu'il ne supporte des passifs relatifs à des obligations ou risques survenus antérieurement.

### **1.4. Dettes financières**

L'objectif de l'examen des dettes financières de l'entreprise est de déterminer son niveau d'endettement financier net. Comme précédemment expliqué, cet indicateur financier est crucial dans un exercice de valorisation, car il permet une conversion rapide entre la valeur de l'entreprise et la valeur de ses fonds propres. Ainsi, la dette financière nette a un impact significatif sur l'évaluation d'une entreprise (Sillero, 2002 ; Streel & Meunier, 2013). Cet indicateur se calcule en soustrayant la trésorerie excédentaire de la somme des dettes financières à court et à long terme, le tout évalué en valeur de marché (Dreher & Ernst, 2022 ; Streel & Meunier, 2013).

L'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des dettes financières est déterminé en comparant les conditions d'endettement contenues dans les contrats d'emprunt et les conditions du marché. Toute différence significative doit faire l'objet d'un ajustement (Streel & Meunier, 2013). De plus, le diagnostic doit apprécier la structure financière de l'entreprise cible et évaluer son potentiel d'endettement supplémentaire (Howson, 2003 ; Sillero, 2002). Pour ce faire, la valeur totale des dettes doit être comparée à la valeur des capitaux propres (Sillero, 2002).

Les problèmes de trésorerie et la diminution du chiffre d'affaires causés par la baisse de l'activité dans certains secteurs ont conduit certaines entreprises à obtenir des financements supplémentaires ou à négocier de nouvelles conditions d'emprunt afin de financer leur cycle d'exploitation (Alao & Gbolagade, 2020 ; PWC, 2020b). La valeur réelle des dettes financières doit être réévaluée en tenant compte des nouvelles conditions de marché. Par ailleurs, la capacité d'endettement de l'entreprise cible doit être réexaminée car les prêteurs peuvent être moins enclins à accorder certaines formes de financements à la suite de la pandémie (PWC, 2020b).

La trésorerie excédentaire représente les liquidités disponibles qui ne sont pas utilisées pour financer le cycle d'exploitation de l'entreprise (Dossogne, 2005). Ces liquidités sont étroitement liées au niveau du besoin en fonds de roulement de l'entreprise cible (Streel & Meunier, 2013). Par conséquent, les variations du BFR suite à la pandémie impactent directement le niveau de trésorerie excédentaire. Le BFR ainsi que ses changements suite à la Covid-19 seront étudiés dans la suite de ce chapitre.

### **1.5. Passifs circulants**

Les passifs circulants sont principalement composés des dettes commerciales, fiscales, salariales et sociales (Sillero, 2002). Bien que Coulon (2022) considère cette catégorie comme fiable, Sillero (2002) recommande d'accorder une attention particulière aux dettes commerciales.

#### *Dettes commerciales*

Les vérifications relatives aux dettes commerciales sont pratiquement identiques à celles appliquées pour les créances commerciales. En effet, l'objectif est, entre autres, de distinguer les dettes d'exploitation des dettes d'investissement, de mesurer et d'expliquer l'évolution des dettes commerciales, de déterminer le délai de paiement des fournisseurs, et d'identifier les principaux fournisseurs de l'entreprise ainsi que les échéances associées (Sillero, 2002).

En raison de la perturbation des activités causée par la pandémie, certaines entreprises ont pu rencontrer des difficultés à rembourser leurs dettes commerciales à l'échéance. Les dettes échues pourraient être considérées comme des dettes à part entière lors de l'évaluation de l'entreprise cible (Ernots, 2020). De plus, les nouvelles conditions et les nouveaux délais de paiement des fournisseurs doivent être déterminés (PWC, 2020b ; Shved, 2021). Nous analyserons les délais de paiement des fournisseurs lors de l'examen du BFR.

## **2. Impacts sur l'EBITDA**

Le compte de résultats fournit des informations sur les revenus et les dépenses d'une société au cours d'une période donnée. L'examen de cet état financier permet d'apprécier la rentabilité de l'entreprise cible (Howson, 2003 ; Parienté & Martinez, 2020). L'expert examine les performances passées sur une période de 3 à 5 années afin de déceler des tendances significatives (Sillero, 2002). Bien qu'un investisseur potentiel accorde une plus grande importance à la rentabilité future de l'entreprise, la revue des performances historiques est essentielle pour appréhender l'avenir (Sillero, 2002).

Ce mémoire se concentre sur le résultat d'exploitation, et plus particulièrement sur le résultat avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement, ou *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*. La méthode d'évaluation basée sur le multiple de l'EBITDA ainsi que la formule du cash-flow libre utilisée dans la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs font directement usage de cet indicateur financier. En effet, la décision d'investissement est étroitement liée aux résultats opérationnels que l'entreprise cible est en mesure de générer (Sillero, 2002).

Cette partie examine de manière détaillée le chiffre d'affaires, les charges d'exploitation, et la normalisation de l'EBITDA. Les impacts de la pandémie sur ces éléments sont identifiés.

### **2.1. Chiffre d'affaires**

Le chiffre d'affaires est un indicateur clé de la performance financière d'une entreprise (Sillero, 2002 ; Spedding, 2009). Ce dernier constitue le point de départ de la détermination de l'EBITDA.

Lors d'une due diligence financière effectuée dans le cadre d'une opération d'acquisition, Sillero (2002) propose de réaliser les procédures suivantes :

- Analyser l'évolution du chiffre d'affaires sur la période donnée ;
- Décomposer le chiffre d'affaires par gammes de produits et catégories d'activité ;
- Évaluer la contribution de l'effet prix et volume dans l'évolution du chiffre d'affaires ;
- Comparer l'évolution du chiffre d'affaires par rapport aux tendances du marché ;
- Évaluer le portefeuille de clients de l'entreprise ;
- Identifier un éventuel effet de saisonnalité dans le chiffre d'affaires ;
- Évaluer les risques de non-recouvrement des créances commerciales ;
- Déterminer si les performances historiques permettent d'établir des hypothèses sur l'évolution future du chiffre d'affaires.

La compréhension de l'impact à court terme et à long terme de la pandémie sur le chiffre d'affaires de l'entreprise revêt une importance capitale (Ernots, 2020). Les informations sur l'évolution du chiffre d'affaires par secteur d'activité sont fournies par Statbel, l'organisme officiel belge de statistiques. Des filtres ont été appliqués à la base de données afin d'obtenir le chiffre d'affaires des 4 trimestres pour les années 2019, 2020 et 2021 pour les entreprises situées en Région Wallonne (annexe n°2). Dans les secteurs où toutes les données étaient disponibles, un chiffre d'affaires annuel a été déterminé, et une variation a été calculée entre 2019 et 2020, ainsi qu'entre 2019 et 2021 (annexe n°3).

En Belgique, la majorité des entreprises a subi une diminution de son chiffre d'affaires en 2020 par rapport à 2019. De plus, les PME belges ont été plus lourdement touchées que les grandes entreprises (Dhyne & Duprez, 2021). En Wallonie, l'événementiel et l'HoReCa sont les deux secteurs les plus sévèrement impactés avec une baisse d'environ respectivement 35% et 30% de leur chiffre d'affaires entre 2019 et 2020. Ces deux secteurs sont restés très impactés en 2021.

Le secteur du transport et de l'entreposage a, quant à lui, subi une baisse de plus de 22% de ses recettes en 2020 et de 12% entre 2019 et 2021. L'industrie manufacturière a également été touchée, enregistrant une diminution de 7% de ses revenus en 2020 par rapport à 2019. Cependant, certains secteurs ont tout de même réussi à tirer profit de cette crise. Le commerce de gros et le commerce de détail (à l'exception des automobiles et des motocycles) ont connu une augmentation de respectivement 13% et 7% de leur chiffre d'affaires entre 2019 et 2021. La construction a également enregistré une augmentation de 10% entre 2019 et 2021 (Statbel, 2023).

Ces statistiques démontrent que la pandémie a eu un impact, qu'il soit positif ou négatif, sur le chiffre d'affaires. Par conséquent, l'expert doit en tenir compte lors de la valorisation de l'entreprise cible. Plus particulièrement, ce dernier doit être en mesure de différencier les revenus durables des revenus anormaux liés uniquement à la pandémie qui ne reflètent pas l'activité normale de l'entreprise. Par exemple, dans le cas d'une augmentation du chiffre d'affaires, l'investisseur devra s'assurer que cette augmentation est durable à long terme (Durocher & Deschênes, 2020).

Pour ce faire, les procédures supplémentaires incluent notamment l'étude des tendances de vente avant, pendant et après la crise sanitaire par client et par produit, l'examen des carnets de commande et l'évaluation de la probabilité de réalisation, et l'analyse de la stratégie de prix adoptée par l'entreprise (Ernots, 2020). En outre, l'investisseur étant davantage intéressé par l'avenir, les changements durables dans les habitudes de consommation après-crise doivent être relevés afin de déterminer la nouvelle normalité (Deloitte, n.d. ; PWC, 2020b).

## **2.2. Charges d'exploitation**

Les charges d'exploitation considérées dans l'EBITDA sont relatives aux approvisionnements et marchandises, aux services et biens divers et aux charges de personnel (Parienté & Martinez, 2020). La due diligence financière identifie la nature des coûts, distingue les coûts variables des coûts fixes ainsi que les charges directes des charges indirectes, et évalue le niveau des marges compte tenu de l'activité de l'entreprise (Sillero, 2002).

Les fournisseurs de l'entreprise qui fait l'objet de l'exercice d'évaluation ont également pu être touchés par la pandémie. Les répercussions à court et long terme sur les coûts d'approvisionnements (Ernots, 2020), ainsi que l'impact sur les marges doivent être déterminés. De plus, la dépendance à certains fournisseurs peut affecter la continuité de l'activité (Durocher & Deschênes, 2020).

Les charges liées au personnel représentent généralement le poste de dépense le plus important d'une entreprise (Ernots, 2020). La pandémie de Covid-19 a eu des répercussions sur ce poste dans la majorité des entreprises. En effet, la fermeture temporaire et la diminution de la demande ont contraint de nombreuses sociétés à utiliser le chômage économique pour force majeure afin de réduire leurs dépenses. Entre 2019 et 2020, les PME wallonnes ont enregistré une baisse de 10,7% de leurs charges de personnel, en raison de la mise en chômage partiel des travailleurs (UNIZON, Graydon Belgium & UCM, 2022). Certaines entreprises ont réduit leur effectif et procédé à des licenciements (KPMG, 2020c), entraînant des charges sociales supplémentaires. Les absences pour maladie ont également pu avoir un impact (Shved, 2021).

Enfin, les stratégies adoptées par l'entreprise pour réduire ses coûts afin de survivre à la crise requièrent l'attention particulière de l'évaluateur. L'objectif est de distinguer les solutions qui ont conduit à une réduction temporaire des coûts de celles qui ont permis d'optimiser les coûts de manière durable (Durocher & Deschênes, 2020).

## **2.3. Normalisation de l'EBITDA**

L'expert ajuste l'EBITDA en éliminant les produits et/ou les charges « anormaux » (Howson, 2003 ; Matzen, 2018 ; Lambert & Essaheli, 2021). Le but est d'obtenir un indicateur qui reflète fidèlement la situation de rentabilité de l'entreprise cible.

Même en l'absence de situations exceptionnelles telles que la pandémie, des corrections de normalisation sont généralement nécessaires. Quelques exemples d'ajustements spécifiques aux PME sont notamment le retraitement de la rémunération de l'administrateur qui se situe en dehors des conditions normales de marché et la rectification des charges locatives qui sont moindres que les prix du marché (Lambert & Essaheli, 2021). Cependant, bien qu'ayant un impact considérable sur la valorisation d'une entreprise, la normalisation de l'EBITDA est un exercice subjectif. En effet, la qualification d'un élément comme étant normal ou anormal dépend de l'évaluateur (Matzen, 2018).

En plus des ajustements classiques, des corrections de normalisation supplémentaires doivent être réalisées pour éliminer les charges et les produits non récurrents liés à la pandémie (Durocher & Deschênes, 2020 ; Ernots, 2020 ; Shved, 2021). L'expert responsable de la normalisation du résultat doit différencier les effets temporaires des effets durables de la pandémie sur l'EBITDA de l'entreprise cible (Durocher & Deschênes, 2020 ; PWC, 2020b). Ernots (2020) souligne que « la priorité est en l'occurrence de comprendre ce qu'est la nouvelle normalité de l'entreprise » [n.p.]. L'examen de l'évolution de l'EBITDA avant, pendant et après la crise constitue une indication pour déterminer le niveau normal du résultat d'exploitation de l'entreprise cible à considérer (Durocher & Deschênes, 2020 ; KPMG, 2020a).

### 3. Impacts sur les flux de trésorerie

L'examen des flux de trésorerie est une étape essentielle pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'appréciation de la rentabilité de l'entreprise cible à partir du compte de résultats présente quelques inconvénients. Le résultat comptable adopte une vision statistique et ne prend pas en compte les décalages de paiement. Par conséquent, le bénéfice ou la perte comptable n'est pas le meilleur indicateur de la performance financière d'une entreprise (Sillero, 2002). Les flux de trésorerie, quant à eux, représentent les mouvements de liquidités entrants et sortants d'une entreprise. Un investisseur potentiel est avant tout intéressé par la capacité de la société à générer des liquidités. Cette capacité reflète le réel potentiel de création de valeur de l'entreprise cible (Sillero, 2002). De plus, les différences entre le résultat et les flux de trésorerie peuvent révéler de nouveaux risques pour l'acheteur qui n'avaient pas été identifiés au cours de la revue du bilan et du compte de résultats (Howson, 2003 ; Matzen, 2018).

Les flux de trésorerie se subdivisent en flux d'exploitation, flux d'investissement et flux financier (Sillero, 2002). L'analyse des flux d'exploitation et d'investissement est particulièrement pertinente dans le cadre d'une évaluation basée sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs. En effet, la formule du cash-flow libre, rappelée par Lambert et Essaheli (2021), tient compte des variations du besoin en fonds de roulement et des dépenses d'investissement. Même si la méthode *DCF* est axée vers l'avenir, les variations des flux de trésorerie historiques fournissent une base solide pour anticiper le futur (Dossogne, 2005 ; Sillero, 2002).

Dans cette partie, notre attention sera portée sur les flux d'exploitation et les flux d'investissement, en mettant l'accent sur le besoin en fonds de roulement et les dépenses d'investissement, ainsi que les impacts de la pandémie sur ces éléments.

#### 3.1. Besoin en fonds de roulement

Parienté et Martinez (2020) qualifient le besoin en fonds de roulement (BFR) comme l'indicateur représentant la différence entre les décalages de paiements défavorables et favorables du cycle d'exploitation d'une entreprise. Le BFR est calculé selon la formule suivante :

$$BFR = \text{Actifs circulants hors trésorerie} - \text{Passifs circulants hors dettes financières}$$

Un BFR négatif indique que l'entreprise dispose de ressources suffisantes pour financer son cycle d'exploitation et dégage un excédent de trésorerie. En revanche, un BFR positif indique que l'entreprise a besoin de ressources supplémentaires pour financer ses activités opérationnelles (Dossogne, 2005 ; Parienté & Martinez, 2020 ; Sillero, 2002). Le signe positif ou négatif du BFR dépend fortement de l'activité de l'entreprise (Parienté & Martinez, 2020).

Les différentes composantes du BFR ainsi que leurs évolutions doivent être examinées (Dossogne, 2005). Plus particulièrement, les évolutions du taux de rotation du stock, des délais de paiements des clients et des fournisseurs, et des dettes fiscales, salariales et sociales sont investiguées (Lambert & Essaheli, 2021 ; Sillero, 2002). De plus, le niveau normal du BFR doit être déterminé en éliminant tous les éléments non récurrents (Baeten et al., 2014).

Les impacts de la pandémie sur les principales composantes du BFR, notamment le stock, les créances et les dettes commerciales ont été expliqués dans la revue du bilan. Pour les stocks, il convient de tenir compte des produits expirés, des stocks à rotation lente et des stocks excédentaires. La potentielle difficulté à obtenir le recouvrement des créances clients et à régler les dettes envers les fournisseurs doit également être prise en considération.

De plus, la Covid-19 a potentiellement entraîné des changements dans les habitudes de paiement des clients et des fournisseurs (KPMG, 2020a). En Wallonie, la valeur médiane du nombre de jours de crédit-client et de crédit-fournisseur des PME augmente de 43 à 44 jours et 36 à 37 jours entre 2019 et 2020 respectivement (UNIZON, Graydon Belgium & UCM, 2022). Les graphiques de ces évolutions se trouvent en annexe (annexes n°4 et n°5).

Le nouveau niveau normal du BFR doit être déterminé en éliminant les impacts temporaires et en intégrant les impacts durables de la Covid-19 (Durocher & Deschênes, 2020). Pour ce faire, KPMG (2020c) recommande d'examiner les évolutions mensuelles et trimestrielles du BFR.

### **3.2. Dépenses d'investissement**

L'examen du bilan, en particulier des immobilisations, a déjà souligné la relation étroite entre les immobilisations et les dépenses d'investissements. Ces dépenses sont variables d'un secteur d'activité à l'autre. Les données relatives à la valeur médiane des investissements en immobilisations corporelles réalisées par les PME wallonnes fournies par UNIZO, Graydon Belgium et UCM (2022) permettent de remarquer que les secteurs du transport, de l'industrie et du commerce de gros sont les secteurs qui nécessitent le plus d'investissements. Les données se trouvent en annexe (annexe n°6).

Pour évaluer le niveau des dépenses d'investissement, Sillero (2002) suggère d'examiner une période suffisamment longue pour refléter l'intégralité d'un cycle d'investissement. En outre, Lambert et Essaheli (2021) soulignent qu'« une connaissance précise des facteurs de production propres à l'entreprise et de son cycle d'investissement est essentielle pour déterminer ces besoins » (p.46).

Lors de cet examen, les dépenses récurrentes sont identifiées en distinguant les investissements courants des investissements non récurrents. De plus, les dépenses d'investissement et les immobilisations reprises dans le bilan doivent être comparées afin d'identifier les éventuels retards d'investissements. Cette dernière démarche est particulièrement importante dans le cadre d'une opération d'acquisition. En effet, en prévision de la vente de leur entreprise, les dirigeants ont tendance à diminuer leurs investissements (Sillero, 2002).

La pandémie a accentué l'importance de ce dernier point. En période de crise, certaines entreprises ont été contraintes de réduire ou suspendre leurs dépenses d'investissement (Durocher & Deschênes, 2020). En Wallonie, l'évolution du volume total des investissements en immobilisation corporelles des PME de 2011 à 2020 montre une diminution d'environ 14% des investissements entre 2019 et 2020 (UNIZO, Graydon Belgium & UCM, 2022). Le graphique se trouve en annexe (annexe n°7). L'investisseur doit prendre en considération cette réduction et les coûts supplémentaires qui devront être supportés pour compenser ces retards d'investissements (Durocher & Deschênes, 2020 ; KPMG, 2020c ; PWC, 2020b). Ces coûts peuvent être assimilés à une dette (PWC, 2020b).

## **4. Impacts sur les prévisions**

Comme souligné à plusieurs reprises, un investisseur accorde plus d'importance au potentiel de création de valeur future d'une entreprise plutôt qu'à ses résultats passés (Howson, 2003 ; Sillero, 2002). Ainsi, la revue des performances historiques n'est pertinente que dans la mesure où elle permet d'établir des hypothèses réalistes sur les tendances futures (Harvey, & Lusch, 1995 ; Sillero, 2002).

Ces hypothèses sont intégrées dans le plan prévisionnel de l'entreprise. Sillero (2002) définit ce concept comme « la formalisation en des termes financiers des performances prévisionnelles d'une entreprise » (p.248). Ce plan prédit les résultats et les flux de trésorerie futurs de l'entreprise en tenant compte du contexte macroéconomique, des tendances attendues du marché et du secteur, de sa position concurrentielle, de sa capacité de production... (Lambert & Essaheli, 2021 ; Sillero, 2002). Les prévisions sont généralement établies pour une période de 3 à 5 ans (Sillero, 2002).

La due diligence financière évalue la crédibilité et la cohérence des hypothèses retenues pour établir les projections (Howson, 2003 ; Sillero, 2002). En particulier, l'expert sera attentif aux prévisions jugées généralement trop optimistes du vendeur (Sillero, 2002). Pour ce faire, il pourra notamment vérifier l'exactitude des prévisions passées par rapport aux résultats observés (Dossogne, 2005 ; Howson, 2003 ; Matzen, 2018).

La fiabilité des prévisions a été affectée par la pandémie, et plus particulièrement par l'incertitude qui en découle (KPMG, 2020c ; Shved, 2021). Selon Kooli et Lock Son (2021), « La principale caractéristique de la pandémie est son imprévisibilité. » [traduction libre] (p.108). Dans un contexte de crise, les données historiques ne permettent plus de prédire directement les performances futures (Sherman & Pryzant, 2021). La pandémie a entraîné la nécessité de mettre à jour plus fréquemment les prévisions en raison de l'évolution rapide de l'environnement (PWC, 2020a), de s'appuyer sur des indicateurs de performance plus récents (PWC, 2020b ; Shved, 2021) et de comprendre l'impact à long terme de la pandémie sur le modèle d'entreprise (KPMG, 2020a). Ainsi, comme nous l'avons déjà remarqué dans les précédentes parties, l'objectif est de comprendre la nouvelle normalité qui s'applique à l'entreprise.

Étant donné la complexité de cet exercice, plusieurs auteurs suggèrent de procéder à une étude de sensibilité, plutôt que de tenter de prédire avec précision l'avenir, ce qui pourrait potentiellement fausser la valeur de l'entreprise (Alao & Gbolagade, 2020 ; KPMG, 2020a ; PWC, 2020a ; PWC, 2020b ; Sherman & Pryzant, 2021). Une étude de sensibilité permet d'analyser comment les prévisions financières, et particulièrement les flux de trésorerie, évoluent en fonction de divers scénarios appliqués aux hypothèses retenues (Sillero, 2002). Cette étude est particulièrement pertinente dans un contexte de crise en raison de l'incertitude accrue et des prévisions divergentes quant à la reprise économique et les conséquences post-covid dans la majorité des secteurs (PWC, 2020b).

Ce chapitre a mis en lumière les principaux indicateurs qui déterminent la valeur d'une entreprise. Notre attention s'est portée sur le bilan, l'EBITDA, le besoin en fonds de roulement, les dépenses d'investissement et les prévisions. Nous avons relevé les potentielles répercussions de la pandémie de Covid-19, et constaté que les indicateurs financiers ont été impactés par cette crise. En résumé, les observations sont les suivantes : certaines rubriques du bilan ne reflètent plus leur valeur réelle; les éléments constitutifs de l'EBITDA ont subi des variations durables ou non-récurrentes; le besoin en fonds de roulement a été impacté par des modifications des délais de paiements clients et fournisseurs et/ou par un stock devenu obsolète ou à rotation plus lente; les dépenses d'investissements ont été postposées ou annulées; la façon d'établir les prévisions financières a été rendue plus complexe en raison de l'incertitude qui découle de la crise. Ces répercussions sont variables en fonction de la situation, et plus largement, du secteur d'activité de chaque société. Les répercussions durables doivent être différenciées des répercussions liées uniquement à la crise sanitaire et l'expert doit évaluer si ces impacts doivent être intégrés ou non dans la détermination de la valeur de l'entreprise cible. Le chapitre suivant détaille les impacts de la pandémie sur les paramètres techniques de valorisation.



## Chapitre 5 - Les paramètres techniques de valorisation en période de pandémie de Covid-19

Dans ce mémoire, les paramètres techniques de valorisation font référence au multiple de l'EBITDA ainsi qu'au taux d'actualisation (WACC), utilisés respectivement dans la méthode des multiples et des flux de trésorerie actualisés. Un chapitre distinct est consacré à ces paramètres car ils ne sont pas déterminés de manière directe au cours du diagnostic des indicateurs financiers de la société. Toutefois, leur valeur influence fortement la valeur de l'entreprise. Cette partie se concentre principalement sur l'évolution de leur valeur suite à l'arrivée de la pandémie de Covid-19.

### 1. Impacts sur le multiple de l'EBITDA

Plusieurs études déterminent la valeur du multiple EV/EBITDA. En Belgique, ce multiple est calculé au niveau national par la *Vlerick Business School*, une école de commerce située à Bruxelles, Gand et Louvain. L'évolution de la valeur du multiple par taille de transaction entre 2013 et 2021 se trouvant dans le rapport de la Vlerick Business School est présentée en annexe (annexe n°8).

L'étude la plus pertinente dans le cadre de ce mémoire, qui se concentre sur les impacts de la pandémie sur la valorisation des PME wallonnes, est celle réalisée par le pôle transmission de la société Sowalfin, désormais renommée Wallonie Entreprendre<sup>4</sup>. Cette dernière détermine chaque année le multiple moyen EV/EBITDA pour les entreprises wallonnes en fonction du secteur d'activité et de la taille de la transaction. Cette partie repose sur les études réalisées en 2019, 2020 et 2021 par Wallonie Entreprendre (anciennement Sowalfin) (SOWACESS, 2020 ; Sowalfin Transmission, 2021 ; Sowalfin Transmission, 2022).

En Wallonie, le multiple moyen EV/EBITDA était de 6,4 en 2019, tandis qu'il s'élevait à 5,5 en 2020 et à 5,8 en 2021. Nous remarquons une diminution générale de ce multiple d'environ 10% entre 2019 et 2021. Étant donné les conséquences divergentes de la crise sanitaire sur les secteurs d'activité, l'évolution du multiple par secteur est présentée à la page suivante. Les principales évolutions sont commentées ci-après.

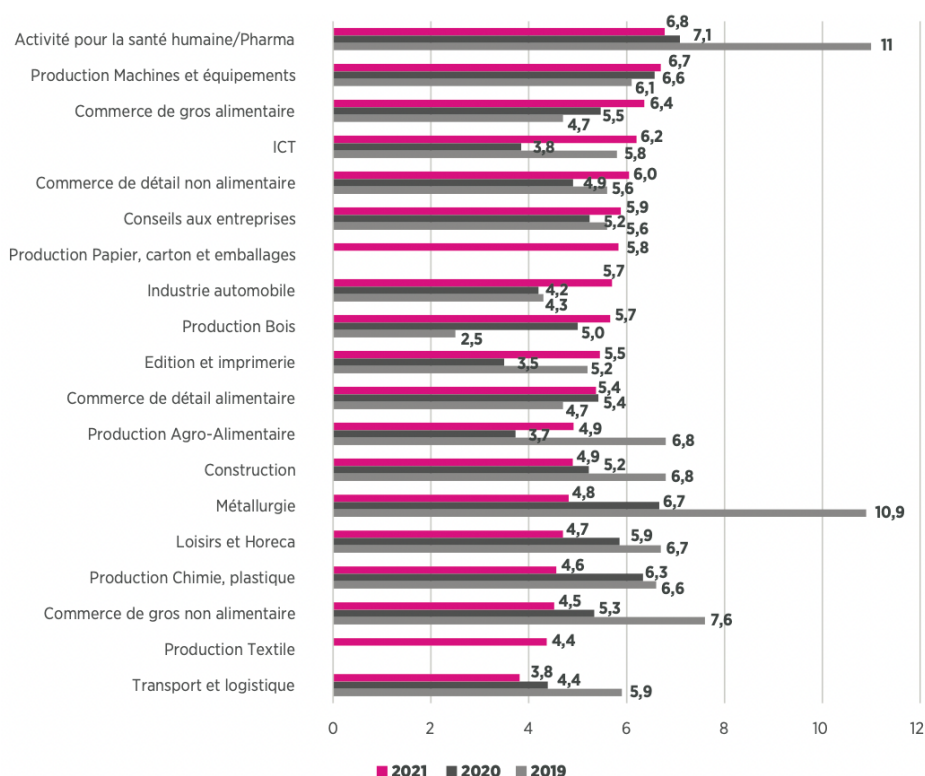
En 2020, les multiples ont diminué dans la plupart des secteurs, à l'exception de l'industrie alimentaire, de la production machines et équipements et de la production de bois. Si nous comparons les multiples d'avant la pandémie de 2019 avec ceux de 2021, les diminutions les plus marquantes sont observées dans le secteur de la métallurgie (de 10,9 à 4,8), du commerce de gros non alimentaire (de 7,6 à 4,5), du transport et de la logistique (de 5,9 à 3,8) et de l'HoReCa (de 6,7 à 4,7). Le secteur de la santé humaine et pharmaceutique a également connu une diminution de son multiple (de 11 à 6,8) entre 2019 et 2021. Néanmoins, même en 2021, le multiple de ce secteur demeure le plus élevé.

A l'opposé, le multiple moyen de l'EBITDA a augmenté de manière continue, entre autres, dans les secteurs du commerce de gros et de détail alimentaire, passant respectivement de 4,7 à 6,4 et de 4,7 à 5,4, ainsi que dans la production de bois passant de 2,5 à 5,7 entre 2019 et 2021.

Le secteur des technologies de l'information et de la communication (ICT) a enregistré une baisse significative de son multiple entre 2019 et 2020 (de 5,8 à 3,8) suivie d'une forte augmentation entre 2020 et 2021 (de 3,8 à 6,2), dépassant de presque 7% son niveau pré-covid en 2021.

---

<sup>4</sup> Depuis le 1er janvier 2023, la Sowalfin, la Société Régionale d'Investissement en Wallonie (SRIW) et la Société wallonne de gestion et de participations (SOGEPa) ont fusionné et sont désormais reprises sous le nom Wallonie Entreprendre (De Caebel, 2023).



**Figure 3 - Multiple EV/EBITDA par secteur d'activité, Wallonie, 2019-2021.**

(Source : Sowalfin Transmission, 2022).

Un dernier élément doit être souligné dans l'examen de la variation de la valeur du multiple de l'EBITDA, à savoir le nombre de transactions accompagnées par les partenaires agréés de Wallonie Entreprendre en période de pandémie. En effet, le nombre de transactions ayant diminué de 15% entre 2019 et 2020 et de 12% entre 2020 et 2021, les multiples ont été estimés sur base d'un échantillon réduit par rapport à 2019.

## 2. Impacts sur le taux d'actualisation

Le taux d'actualisation (WACC) se compose du coût des capitaux propres et du coût de la dette. L'évolution de ces deux composantes est examinée.

### 2.1. Coût des capitaux propres

Pour rappel, le coût des capitaux propres correspond à la rentabilité exigée par les actionnaires, et est dérivée de la formule suivante (Streel & Meunier, 2013) :

$$K_{CP} = \text{taux sans risque} + (\text{beta} \times \text{prime de risque}) + \text{Small Firm Premium}$$

Le graphique de l'évolution mensuelle du taux d'intérêt à long terme des obligations d'État belge à échéance de 10 ans (OCDE, 2023) met en évidence une légère augmentation du taux sans risque entre août 2019 (-0,3% par an) et avril 2020 (0,1% par an) suivie d'une faible diminution entre avril 2020 (0,1% par an) et décembre 2020 (-0,4% par an). Ce taux est remonté en 2021 atteignant un niveau moyen proche de 0%, ce qui correspond au niveau d'avant la crise sanitaire. Le taux sans risque est resté assez stable entre 2019 et 2021. Ce n'est qu'à partir du début de l'année 2022, qu'il a sensiblement augmenté pour atteindre 3% par an en mai 2023. Le graphique se trouve en annexe (annexe n°9).

Le coefficient bêta est influencé par les risques spécifiques au secteur de l'entreprise cible (Streel & Meunier, 2013). Les bêtas sectoriels par secteur d'activité en Europe de l'Ouest sont disponibles à partir de la base de données du professeur Damodaran, professeur de finance d'entreprise et d'évaluation à la *Stern School of Business* de l'Université de New York (Damodaran, 2020, 2021, 2022). Ils ne sont pas spécifiques ni à la Belgique ni aux PME, mais leurs évolutions fournissent des indications sur l'impact de la pandémie sur ces coefficients. Les variations par secteur, calculées en pourcentage, sont disponibles en annexe (annexe n°10). Pendant la période de pandémie, le coefficient beta a varié de manière très divergente en fonction des secteurs d'activité. Ce sont les secteurs les plus impactés par les mesures adoptées pendant la pandémie, comme par exemple, la restauration et le transport aérien, qui ont enregistré les variations à la hausse les plus importantes témoignant d'un risque accru entre 2019 et 2021. A l'opposé, le coefficient bêtas a baissé dans de multiples autres secteurs.

La prime de risque correspond au rendement additionnel requis par l'investisseur par rapport à un investissement sans risque (Streel & Meunier, 2013). Ce mémoire se base sur l'étude de Fernandez et al. (2023) qui détaille l'évolution de la prime de risque moyenne (MRP) par pays. Ce tableau se trouve en annexe (annexe n°11). En Belgique, la prime de risque s'élevait en moyenne à 6,2% en 2019 et en 2020, et à 5,9% en 2021. Par conséquent, cette prime de risque est restée plutôt stable pendant la pandémie.

Nous observons que les fluctuations majeures concernent principalement le coefficient beta, lequel est influencé par les risques spécifiques à chaque secteur d'activité. Les autres paramètres de la formule n'ont pas été fondamentalement impactés par la pandémie.

## **2.2. Coût de la dette**

Le coût de la dette correspond au coût d'endettement de l'entreprise (Streel & Meunier, 2013). L'évolution du coût de la dette est examinée au travers du graphique de l'évolution du taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux entreprises belges établi par la Banque Nationale de Belgique (2023). Ce graphique se trouve en annexe (annexe n°12). Entre 2019 et 2021, les taux d'intérêts sur les nouveaux crédits sont restés relativement stables pour tous les types de crédits<sup>5</sup>, variant aux alentours de 1,5%. Cependant, de manière similaire à l'évolution du taux sans risque, nous remarquons une augmentation significative des taux d'intérêts sur une période d'analyse postérieure. En effet, depuis le début de l'année 2022, les taux d'intérêts ont augmenté, atteignant environ 4% à la fin du premier trimestre de 2023.

Nous pouvons conclure que le coût de la dette est resté relativement constant et à un niveau bas au cours de la période de Covid-19.

Ce chapitre a examiné l'évolution des paramètres techniques d'évaluation pendant la période de pandémie de Covid-19. En résumé, la valeur du multiple de l'EBITDA a connu une baisse globale de 2019 à 2021, avec des tendances variées selon les domaines d'activité. Le coût des capitaux propres est resté stable, quoique potentiellement influencé par le coefficient beta du secteur concerné. Le coût de la dette est resté à un niveau bas, inchangé en raison de la pandémie.

---

<sup>5</sup> Crédits à taux variable < 1 an, crédits à taux fixe 1-5 ans, crédits à taux fixe > 5 ans.



## Chapitre 6 - Hypothèses

La revue de littérature nous a permis de comprendre, d'un point de vue théorique, les concepts clés de notre question de recherche : « La due diligence financière dans le contexte de la crise de la Covid-19 : quels impacts sur la valorisation dans le processus d'acquisition des PME wallonnes ? ». Nous avons examiné le processus d'acquisition, la due diligence en mettant l'accent sur la due diligence financière, les méthodes de valorisation, et les éléments déterminants de la valeur d'une entreprise, tout en explorant les impacts spécifiques de la pandémie de Covid-19 sur ces derniers pour les PME wallonnes. Chaque chapitre se termine par une brève conclusion contenant les principaux apprentissages théoriques.

Ainsi, cette partie est désormais dédiée à la formulation d'hypothèses basées sur les constations tirées de la revue de littérature. Les hypothèses dégagées sont les suivantes :

1. La due diligence financière analyse et confirme les indicateurs financiers qui entrent en considération dans les différentes méthodes de valorisation ;
2. La pandémie de Covid-19 peut avoir modifié la valeur réelle de certaines catégories du bilan, obligeant l'évaluateur à en tenir compte dans sa valorisation ;
3. En fonction du secteur d'activité de l'entreprise concernée, la pandémie de Covid-19 a entraîné des variations du chiffre d'affaires, à la hausse ou à la baisse ;
4. L'EBITDA a subi des variations dues à la pandémie, obligeant l'évaluateur à distinguer les impacts non récurrents des impacts durables, afin d'aboutir à un EBITDA représentatif de l'activité ;
5. Les délais de paiement des clients et des fournisseurs ont augmenté et le taux de rotation du stock a diminué en raison de la pandémie de Covid-19, influençant le besoin en fonds de roulement ;
6. Les dépenses d'investissement ont été réduites en raison de la pandémie de Covid-19, obligeant l'évaluateur à tenir compte d'un retard d'investissement dans sa valorisation ;
7. L'incertitude apportée par la pandémie de Covid-19 a rendu l'exercice de prévision des performances financières plus complexe ;
8. En raison de la pandémie de Covid-19, le multiple de l'EBITDA a diminué de manière générale, avec des tendances divergentes selon le secteur d'activité ;
9. La pandémie de Covid-19 n'a pas impacté le taux d'actualisation dans ses composantes fondamentales, seul le secteur d'activité a pu avoir une influence sur sa valeur.



## **Partie 2 – Étude empirique**

### **Chapitre 1 - Méthodologie de la partie pratique**

Après avoir exposé les concepts théoriques et formulé des hypothèses en lien avec notre revue de littérature, nous allons désormais présenter notre étude empirique. Ce chapitre a pour objectif de décrire la méthodologie utilisée ainsi que les participants sélectionnés pour cette étude.

#### **1. Méthodologie**

La méthodologie adoptée dans cette partie pratique repose sur une étude qualitative. Nous avons opté pour une approche séquentielle en nous référant aux quatre activités d'une recherche scientifique énoncées par Lejeune (2019). Après avoir consulté la littérature et mis en évidence les problématiques du domaine (1), nous avons poursuivi en collectant les données empiriques (2), en analysant celles-ci (3) pour terminer par la rédaction des résultats de l'analyse (4). Cependant, l'analyse des données peut entraîner la nécessité de collecter des informations supplémentaires (Busetto et al., 2020), ce que nous avons fait afin de compléter les résultats obtenus.

Étant donné la flexibilité et l'ouverture amenés par une approche qualitative (Busetto et al., 2020), cette méthode nous a paru être la plus appropriée au sujet traité dans ce mémoire. Toutefois, ces avantages peuvent également entraîner une difficulté de généralisation des résultats obtenus, en raison d'avis divergents ou d'opinions tranchées.

Des entretiens semi-directifs ont été menés auprès d'experts spécialisés dans l'évaluation de PME wallonnes. Nous avons réalisé un guide d'entretien contenant des questions ouvertes prédéterminées. Ce dernier, présenté en annexe (annexe n°13), nous a permis de nous assurer que l'ensemble des thèmes détaillés dans notre revue de littérature étaient abordés, ce qui constitue le but principal d'un guide d'entretien (Lejeune, 2019). En fonction des réponses des participants, des questions supplémentaires ont été posées pour approfondir les concepts jugés importants par les professionnels. De manière similaire, certaines questions ont été adaptées ou supprimées en fonction du déroulement de l'entretien.

Afin d'examiner les résultats, nous avons demandé l'accord des participants pour enregistrer les entretiens. Tous les participants ont donné leur consentement, ce qui a permis une retranscription complète de ces derniers. Ces retranscriptions se trouvent en annexe (annexe n°14). Par la suite, nous avons classé, dans des tableaux, les réponses par thèmes en lien avec nos différentes hypothèses, l'objectif étant de confronter celles-ci à la réalité du terrain.

#### **2. Choix des participants**

Nous avons fait le choix de sélectionner prioritairement des experts en évaluation d'entreprises, et plus particulièrement de PME wallonnes, car ce mémoire se concentre sur les impacts de la pandémie de Covid-19 sur la valorisation de ces sociétés. Certains d'entre eux réalisent également des missions de due diligence financière. De plus, nous avons choisi d'interroger des experts issus de différentes sociétés, notamment spécialisés en cessions et acquisitions, ainsi que des réviseurs d'entreprises qui effectuent également des valorisations. Cette diversité nous a permis d'obtenir une vision complète, du point de vue des professionnels, sur nos hypothèses. Les entretiens ont été menés en personne et par visioconférence. Tous les participants ont consenti à révéler leur identité. Leur fonction, leur expérience, et le profil de leurs clients dans le domaine de la valorisation sont détaillés dans le tableau suivant.

À la demande de Monsieur Kroes, nous avons respecté sa volonté de ne pas révéler le nom de son employeur. En conséquence, nous n'avons pas demandé de détails sur ses clients afin de préserver la confidentialité de la société concernée. De plus, Monsieur Streel nous a partagé ses idées générales sur l'exercice de valorisation en temps de crise. Par conséquent, ses propos sont ajoutés de manière ponctuelle lorsqu'ils sont en lien avec une de nos hypothèses.

**Tableau 2** - Liste des participants à l'étude pratique.

	Nom	Fonction	Expérience	Taille, localisation, et secteur d'activité des clients
1	Daniel Kroes	Ancien Président Honoraire de l'IRE / Réviseur d'entreprises	35 ans (intensivement depuis 5 ans)	/
2	Antoine Renier	Managing Partner BestValue / Président de l'UPIC <sup>6</sup>	10 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PME : entre 1 million et 20 millions € de valeur d'entreprise</li> <li>• Région Wallonne et Bruxelles</li> <li>• Principalement industrie, construction, et sociétés de services</li> </ul>
3	Hanine Essaheli	Réviseur d'entreprises - Managing Partner Libra Audit & Assurance / Maître de conférences HEC Liège	10 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PME : entre 500.000 et 5 millions € de valeur d'entreprise</li> <li>• Région Wallonne et Luxembourg</li> <li>• Principalement industrie alimentaire, industrie, sociétés de services, et start-ups</li> </ul>
4	Sébastien Paulet	Partner Corporate Finance BDO Namur-Charleroi	15 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PME : entre 1 million et 75 millions € de valeur d'entreprise</li> <li>• Région Wallonne et Bruxelles</li> <li>• Tous les secteurs d'activité</li> </ul>
5	Samuel Rizzo	Administrateur CoPilot / Vice-Président UPIC <sup>6</sup>	18 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PME : entre 500.000 et 30 millions €, avec une moyenne à 2 millions € de valeur d'entreprise</li> <li>• Région Wallonne et Bruxelles</li> <li>• Tous les secteurs d'activité</li> </ul>
6	Christophe Remon	Réviseur d'entreprises Christophe REMON & CO	30 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PME : jusqu'à 15 millions € de valeur d'entreprise</li> <li>• Région Wallonne et Bruxelles</li> <li>• Tous les secteurs d'activité</li> </ul>
7	Thierry Dehout	Associé Closing	18 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• PME : entre 2 et 15 millions € de valeur d'entreprise</li> <li>• Région Wallonne et Bruxelles</li> <li>• Tous les secteurs d'activité</li> </ul>
8	Alexandre Streel	Responsable Évaluation BDO Belgique / Maître de conférences HEC Liège	20 ans	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Toutes tailles</li> <li>• Belgique</li> <li>• Tous les secteurs d'activité</li> </ul>

<sup>6</sup> Union des Professionnels Intermédiaires en Cession et transmission d'entreprises.

## Chapitre 2 – Résultats

Ce chapitre présente les résultats de nos entretiens avec les professionnels. Les questions posées sont, pour la plupart, en relation avec une hypothèse spécifique, bien que certaines réponses peuvent parfois s'associer à plusieurs hypothèses. La dernière question présentée est d'ordre plus général et ne fera pas l'objet d'une discussion d'hypothèse, mais contribuera à la conclusion de ce mémoire. Les résultats sont présentés ci-dessous.

### 1. Due diligence financière et valorisation

Afin de déterminer le lien éventuel entre la due diligence financière et la valorisation, nous avons tout d'abord demandé aux participants de définir la mission de la due diligence financière (tableau 3) ainsi que les méthodes de valorisation qu'ils utilisent régulièrement pour évaluer une PME wallonne (tableau 4).

**Tableau 3** - Définition et objectifs de la due diligence financière.

Daniel Kroes	/	« La due diligence financière valide les éléments financiers essentiels nécessaires à la prise de décision en matière d'acquisition. Concrètement, le réviseur doit valider le bilan, le compte de résultats, ainsi que l'EBIT et l'EBITDA, qui sont des éléments clés pour la valorisation et le prix. Il doit aussi valider l'endettement net afin de calculer le prix des actions. »
Antoine Renier	BestValue	« [...] la due diligence financière, [...] est la partie durant laquelle l'acquéreur vérifie premièrement que l'ensemble des chiffres transmis jusqu'à présent sont corrects, complets, etc., et deuxièmement, qu'il n'y ait pas de petites choses cachées volontairement ou non. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Ce sont des diligences mises en œuvre afin de réduire le risque d'avoir une anomalie significative dans les comptes qui sont transmis au candidat acquéreur de la société, qui serait de nature à changer son comportement dans le cadre de l'acquisition de la société ou qui serait de nature à avoir un impact matériel sur le prix de la transaction. »
Sébastien Paulet	BDO	« La due diligence financière valide l'existence, la cohérence et la consistance d'éléments financiers et identifie les risques afin de les prendre en considération dans le prix, ou de les couvrir de manière adéquate au niveau des conventions juridiques qui encadrent une cession ou une acquisition d'actions. »
Samuel Rizzo	CoPilot	/
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« La due diligence financière consiste à faire un audit des comptes de la société pour déterminer s'il n'y a pas de surévaluations d'actifs ou de sous-évaluations de passifs, et si la structure du compte de résultats donne une image plus ou moins fidèle de la situation patrimoniale et de l'activité de l'entreprise. »
Thierry Dehout	Closing	« La due diligence financière vérifie si les paramètres qui ont été énoncés avant la signature de la lettre d'intention se vérifient. [...]. L'autre élément est de cerner le périmètre des garanties. [...]. Accessoirement, cela permet aussi de voir un peu l'élasticité et l'organisation du cédant [...]. »

**Tableau 4** - Méthodes de valorisation utilisées par les participants.

Daniel Kroes	/	« La méthode qui est quasiment toujours appliquée [...] c'est la méthode du multiple de l'EBITDA. Nous appliquons une deuxième méthode, qui part des fonds propres et dans laquelle nous allons intégrer les valeurs non exprimées [...] pour avoir un deuxième point de repère. Ce sont vraiment les méthodes qui sont utilisées dans la vraie vie. Toutes les autres méthodes sont des méthodes théoriques. »
Antoine Renier	BestValue	« Typiquement, les sociétés qui se portent plutôt bien et qui sont plutôt en croissance vont être plus valorisées sur base des méthodes de rendement, donc multiple de l'EBITDA et DCF. Les sociétés qui sont en déclin, ou en tout cas qui n'ont pas forcément un avenir radieux telles qu'elles existent aujourd'hui, nous avons plutôt tendance à les valoriser sur base d'un actif net réévalué. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Lorsque nous avons des résultats négatifs et que la société est rachetée pour des considérations stratégiques, ou que la société est une holding ou une société immobilière, nous utilisons une valorisation basée sur l'actif net, même si ce n'est pas forcément le cas le plus récurrent. Maintenant, lorsque la valorisation est basée sur des projections de cash-flow futurs ou sur du rendement, nous utilisons la méthode du Discounted Cash-Flow. [...]. Oui, nous utilisons la méthode du multiple de l'EBITDA, mais comme méthode de confirmation. »
Sébastien Paulet	BDO	« Il existe trois grandes familles de méthodes. Une première famille de méthode consiste à approcher la valeur d'une entreprise sur base d'une vue historique de ses rendements ou de sa profitabilité opérationnelle. [...]. La deuxième grande famille est la méthode prospective qui consiste à actualiser des cash-flows futurs. [...]. Une troisième famille de méthodes est utilisée dans des cas plus spécifiques, qui est la méthode de l'actif net corrigé. »
Samuel Rizzo	CoPilot	« [...] un dossier n'est jamais l'autre, mais la méthode de l'EBITDA est systématiquement utilisée. La méthode de l'actif net corrigé, nous continuons également à l'utiliser. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« Nous utilisons une quinzaine de méthodes qui ne sont jamais systématiques puisque cela dépend du secteur d'activité et de la typologie de l'entreprise. Pour le moment, nous avons une tendance facile sur l'EBITDA. C'est toujours par rapport aux 3 axes : la valeur dépend de ce que l'entreprise possède : la valeur patrimoniale ; la valeur dépend de ce que la société rapporte : son rendement ; la valeur dépend de ce que la banque est prête à financer : sa capacité de remboursement. »
Thierry Dehout	Closing	« Nous utilisons généralement 3 méthodes. Une méthode basée sur les fonds propres corrigés de la société. [...]. La deuxième méthode est plutôt basée sur le passé de la société, sur les rendements historiques. [...]. La troisième méthode, qui devrait être la méthode de référence pour l'acquéreur, est l'actualisation des cash-flow futurs de la société.

Ensuite, nous avons interrogé les participants sur le lien entre la due diligence financière et la valorisation.

**Tableau 5** - Lien entre la due diligence financière et la valorisation.

Daniel Kroes	/	« Nous allons réaliser nos procédures et examiner si nous trouvons des informations qui remettent en cause les éléments qui ont été utilisés pour déterminer la valeur de la société. »
Antoine Renier	BestValue	« Si, au niveau de la due diligence, nous constatons qu'il y a des choses qui étaient inexactes, de nouveau volontairement ou pas, certaines découvertes n'auront pas d'impact directement sur la valeur, et à l'inverse, il est tout à fait possible que d'autres découvertes aient un impact sur la valeur. À ce moment-là, forcément, nous rediscutons de la valorisation. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« La due diligence financière est, selon moi, nécessaire afin d'objectiver les composantes de la valorisation. »
Sébastien Paulet	BDO	« Nous devons regarder comment les éléments qui sont mis en lumière dans le cadre de la due diligence financière peuvent influencer la valorisation de l'entreprise. Nous regardons la consistance et l'existence des paramètres financiers sur base desquels une valorisation et un prix sont construits. »
Samuel Rizzo	CoPilot	« Ce sont deux choses différentes. La valorisation se base sur l'historique ou sur le futur sur base de méthodes de valorisation. [...]. La due diligence financière vérifie certains éléments comme que les créances ne soient pas irrécouvrables, que les factures soient exactes, que le stock soit bien valorisé, etc. [...]. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« À partir du moment où vous avez des normalisations au niveau du compte de résultat, cela impacte votre valorisation, et si les actifs ont une valeur différente que ce que vous avez dans les comptes, évidemment le rendement a une valeur différente de ce que vous avez dans les comptes. »
Thierry Dehout	Closing	« On annonce un EBITDA, du cash, des taux de rentabilité, des marges, etc., et la due diligence financière vérifie si ces paramètres sont corrects. S'ils ne le sont pas, l'intention de l'acquéreur sera de revoir le prix et la valorisation. »

Les participants interrogés ont une définition commune de la due diligence financière. De plus, ils utilisent, de manière générale, les trois méthodes de valorisation expliquées dans ce mémoire, bien que certains favorisent la méthode du multiple de l'EBITDA. En outre, le lien entre la valorisation et la due diligence financière a été mis en évidence par la plupart des participants à notre étude. Ceux-ci soulignent l'importance de cette mission pour confirmer l'exactitude des indicateurs financiers qui déterminent la valeur d'une entreprise.

## 2. Impacts sur le bilan

En présentant quelques exemples de possibles répercussions de la pandémie de Covid-19 sur la valeur réelle des catégories du bilan, nous avons interrogé les participants sur les impacts bilantaires de la pandémie, ainsi que sur l'intégration de ces impacts dans leurs évaluations.

**Tableau 6 - Impacts de la pandémie sur les postes du bilan.**

Daniel Kroes	/	« Étant donné que nous travaillons beaucoup sur la méthode du multiple de l'EBITDA, le bilan n'impacte pas de manière directe notre valorisation. Nous avons parfois eu des discussions dans des missions de due diligence concernant des réductions de valeur, mais cela n'a pas été un sujet transcendant. »
Antoine Renier	BestValue	« Pour le bilan, à part la perte d'argent qui a forcément fait fondre les fonds propres, les réserves etc., l'ensemble des lignes d'actifs et de passifs doivent, comme toujours, être analysées avec un focus particulier sur la question du stock quand l'activité est en baisse. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Cela dépend de la méthode de valorisation utilisée. Si la valorisation est basée sur l'actif net, j'en prendrais compte. En revanche, si la valorisation est réalisée sur base de la méthode DCF, je ne sais pas si j'en prendrais compte, car ces éléments font partie de la masse d'actifs qui génèrent le rendement. [...]. »
Sébastien Paulet	BDO	« Nous n'avons pas vraiment pris en compte ces répercussions, car dans des approches DCF ou de multiples, nous considérons que les actifs sont au service du rendement. [...]. Ces sous- ou surévaluations, nous les captons, en partie, au travers du compte de résultats et de la profitabilité opérationnelle. »
Samuel Rizzo	CoPilot	« En général, nous n'avons pas intégré ces considérations bilantaires dans nos valorisations. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« Les actifs sont devenus des passifs et les passifs sont devenus des actifs. [...] par exemple, pour les immeubles, avant tout le monde trouvait important d'avoir un beau bâtiment. Maintenant avec la pandémie et l'arrivée du télétravail, les immeubles ne sont plus nécessaires [...]. Avant, avoir du stock était un signe de richesse, maintenant le stock est un signe de mauvaise gestion [...]. Par contre, avant la pandémie, avoir du cash n'était pas bien. En période de pandémie, nous étions contents d'avoir de l'argent. [...]. Avant, pour le personnel, nous parlions de passif social. Maintenant, nous parlons de guerre de talents. [...]. Avant, les emprunts étaient faciles. Maintenant, une société qui ne fait pas trop d'emprunts a plus de valeur qu'une société qui a beaucoup d'emprunts.»
Thierry Dehout	Closing	« Sur la méthode patrimoniale, nous avons un impact sur les fonds propres. La société qui a fait des pertes a diminué ses fonds propres. Cela peut aussi avoir des impacts sur certains actifs de la société : l'immobilier selon que la valeur augmente ou baisse, les stocks [...]. Cela peut aussi avoir un impact sur les créances si la société a des clients qui sont eux-mêmes en difficulté car il y a probablement des créances irrécupérables, des délais de paiement qui s'allongent etc. [...] ces crises ont eu des impacts sur la trésorerie et la dette financière. Qui dit constitution de stocks, dit financements à court terme via des straight-loans. [...]. C'est vraiment en analysant poste par poste l'impact que pourrait avoir la crise Covid sur la société que nous en avons tenu compte. »

Certains participants n'ont pas considéré les impacts bilantaires de la pandémie dans leurs évaluations puisqu'ils favorisent les méthodes basées sur le rendement. En revanche, les participants qui ont abordé les éléments considérés dans la méthode de l'actif net corrigé mettent en évidence l'importance d'évaluer l'impact de la pandémie sur les postes du bilan tels que les fonds propres, les dettes financières, les stocks, les immobilisés, les créances et les dettes,... Bien que Monsieur Remon aborde également les impacts bilantaires, il porte une réflexion assez différente en suggérant que les actifs devraient désormais être considérés comme des passifs et les passifs comme des actifs.

### 3. Impacts sur le chiffre d'affaires

La question suivante portait sur les variations à la baisse ou à la hausse du chiffre d'affaires des PME wallonnes en raison de la pandémie de Covid-19 selon le secteur d'activité.

**Tableau 7** - Variations du chiffre d'affaires par secteur en raison de la pandémie.

Daniel Kroes	/	« Certaines sociétés ont profité du Covid. [...]. À l'inverse, certaines sociétés ont fort souffert. L'HoReCa, le vestimentaire, la logistique, etc., ont connu une chute pendant la période du Covid. En revanche, le secteur alimentaire, les commerces bios, le secteur du digital, le secteur pharmaceutique, etc. ont bien fonctionné. »
Antoine Renier	BestValue	« Ceux qui s'en sont bien sortis, ce sont plutôt les secteurs de la construction au sens très large, et les grandes surfaces. La majorité des autres secteurs s'en sont moins bien sortis. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Les secteurs tels que le jardinage, la construction, l'aménagement de maisons ont connu une augmentation. [...]. Dans l'HoReCa, en général, la situation était difficile, mais ceux qui ont réussi à se moderniser en mettant en place des systèmes de livraison à domicile s'en sont assez bien sortis. »
Sébastien Paulet	BDO	« Tous les secteurs qui étaient des secteurs de prestations de services à la personne, le tourisme, le transport, l'HoReCa ont été impactés négativement. Les secteurs les moins impactés sont les secteurs relativement digitalisés. Globalement, tous les secteurs ont été touchés, certains plus que d'autres.»
Samuel Rizzo	CoPilot	« Nous avons eu quelques dossiers dans la jardinerie, pépinières, etc. qui ont connu une augmentation de leur chiffre d'affaires. [...]. Étonnamment, dans nos sociétés, beaucoup n'ont pas été impactées. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« La distribution, les ventes de matériaux, l'alimentaire ont extrêmement bien performé. La pandémie a aussi donné un coup de boost au local, au bio, au régional, qui ont cartonné en période Covid. [...]. Par contre, des secteurs ont été fortement impactés, comme les secteurs des soins de santé, les professions libérales. »
Thierry Dehout	Closing	« Tout ce qui est événementiel, traiteur, HoReCa, transport ont beaucoup souffert. [...]. Ce qui a été impacté positivement sont les secteurs du jardinage [...] »
Alexandre Streel	BDO	« Dans une crise, s'il y a beaucoup de perdants, il y a aussi quelques gagnants. Une crise peut être une source d'opportunités pour certaines d'entreprises.»

Monsieur Streel souligne de manière générale que les crises, telles que la crise de la Covid-19, ont des impacts négatifs mais peuvent être également une source d'opportunités pour certaines sociétés, une position soutenue par Monsieur Kroes. De manière plus spécifique, certains participants s'accordent sur une augmentation du chiffre d'affaires dans le secteur du jardinage, de la construction en général, et de la distribution alimentaire. Les secteurs digitalisés ont également bien fonctionné, selon Messieurs Kroes et Paulet. Cependant, d'après les participants, beaucoup de secteurs ont souffert, et plus particulièrement, l'HoReCa, la logistique, le transport, le vestimentaire, le tourisme, les prestations de services à la personne. Outre les tendances sectorielles, Monsieur Rizzo constate que beaucoup de sociétés n'ont pas été impactées par cette crise sanitaire.

#### 4. Impacts sur l'EBITDA

Dans le but de comprendre la manière dont les experts ont déterminé un EBITDA représentatif de l'activité normale de l'entreprise, et s'ils ont distingué les impacts non récurrents des impacts durables de la pandémie, plusieurs questions ont été posées portant sur le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation.

Tout d'abord, nous avons interrogé les participants sur la manière dont les variations durables et non récurrentes du chiffre d'affaires liées à la pandémie ont été différenciées et prises en compte dans leurs évaluations.

**Tableau 8** - Variations durables et non durables du chiffre d'affaires dues à la pandémie .

Daniel Kroes	/	« Dans le compte de résultats de l'année impactée par le Covid, il y a des choses qui sont claires, mais la perte de chiffre d'affaires est parfois difficile à quantifier. [...]. Très souvent, nous avons mis l'année Covid sur le côté, ou bien, nous l'avons diluée dans une moyenne. »
Antoine Renier	BestValue	« Nous devons nous poser la question de savoir si c'est one-shot ou si cela va avoir des répercussions à long-terme [...]. Nous devons faire preuve de beaucoup de vigilance sur le fait de dire que simplement, nous allons faire comme si 2020 n'existait pas car nous nous retrouvons avec un 19 et un 21 qui est, à la limite, parfois encore meilleur que le 19. [...]. Nous sommes obligés un moment de prendre des hypothèses, que ce soient des moyennes ou des moyennes pondérées, car un moment, il faut trancher. L'objectif est, à chaque fois, de se dire à quoi s'attendre en 2023, en 2024... car l'analyse du passé permet de comprendre comment se déroule le futur. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Nous devons déterminer le chiffre d'affaires principal, identifier ce qui a diminué et ce qui n'a pas diminué. [...]. La difficulté, c'est que nous n'avons pas de lignes de chiffre d'affaires distinctes entre les variations récurrentes et non récurrentes. [...]. Cet examen dépend également du niveau de détail du système de reporting du client, qui a peut-être amalgamé des transactions récurrentes et non récurrentes, ou au contraire, qui les distingue. [...]. Finalement, nous dupliquons notre fichier Excel d'évaluation, et nous le retravaillons, avec les formules qui restent identiques, mais en émettant une deuxième et une troisième hypothèse. Parfois, nous pondérons ces hypothèses. »
Sébastien Paulet	BDO	« La première difficulté, c'est que les résultats des sociétés, à la fois les revenus et la rentabilité, ont été fortement impactés par

		<i>la pandémie. La question était de savoir si les résultats enregistrés étaient des résultats représentatifs et récurrents de l'activité de l'entreprise en going concern. À la fois pour les secteurs qui ont été impactés positivement comme les secteurs qui ont été impactés négativement, les années Covid ont été moins considérées ou sous-pondérées. [...] nous n'avons pas considéré les exercices 2020 et 2021 comme étant des exercices représentatifs d'une activité récurrente long-terme.»</i>
Samuel Rizzo	CoPilot	<i>« Nous utilisons des moyennes pondérées en accordant une pondération à certaines années. Dans certains cas, nous excluons une année car elle n'est pas du tout pertinente par rapport à la valorisation. »</i>
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	<i>« Tout d'abord, la normalisation du chiffre d'affaires a été impactée par le Covid. C'est compliqué car nous sommes dans des petites structures. Nous lisons, nous regardons avant et après. Généralement, nous faisons une moyenne que nous pondérons de temps en temps quand nous voyons que nous avons un élément extraordinaire. Par exemple, la dernière valorisation ici, nous avons enlevé les années Covid. Ça dépend des dossiers. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Le mieux est de bien comprendre le business model de l'entreprise. [...]. Le passé ne nous le dit pas. C'est en allant vraiment gratter sur le quotidien que nous pouvons déterminer le chiffre d'affaires récurrent. [...]. Nous faisons des moyennes. Parfois, nous excluons tout simplement 2020 ou alors nous gardons 2020, mais nous gardons uniquement la marge et non la valeur absolue. »</i>

Plusieurs experts de notre échantillon mentionnent, chacun à leur manière, qu'il y a lieu d'examiner les variations du chiffre d'affaires afin de déterminer si celles-ci sont ou non récurrentes. L'exercice est cependant complexe, ce que soulignent particulièrement Messieurs Kroes, Paulet, Remon, et Essaheli qui ajoute que cet examen dépend du système de reporting utilisé par le client. De nombreux experts interrogés ont sous-pondéré ou exclu les années directement impactées par la pandémie de Covid-19 car ils estiment que ces années ne reflètent pas de manière appropriée le chiffre d'affaires en période d'activité normale. Monsieur Renier souligne tout de même qu'il convient d'être prudent lors de l'exclusion de l'année 2020, car les résultats de cette année ont parfois bénéficié à l'exercice 2021.

Ensuite, nous avons abordé les changements observés dans les coûts d'approvisionnements en raison de la pandémie, et la manière dont cela a été considéré dans leurs valorisations.

**Tableau 9** - Variations durables et non durables des coûts d'approvisionnement dues à la pandémie.

Daniel Kroes	/	<i>« Dans nos valorisations, d'une manière générale, nous avons considéré ces augmentations comme la nouvelle normalité, sachant que normalement, dans une certaine mesure, la société a transféré sur le client cette augmentation de prix en augmentant ses prix de vente. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« C'est au cas par cas. Pour les fournisseurs, il y a eu un double problème : un problème de prix et un problème de délais. Certains payaient plus cher pour être livrés plus vite [...]. Cela a été soit plus cher, soit acheté plus tard, donc à ce moment-là, nous l'intégrons comme une faiblesse des années précédentes. Sauf à démontrer qu'il y a de grands espoirs que la situation</i>

		<i>change, nous nous basons sur la tendance observée pendant la pandémie. »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	<i>« Si le taux de marge brute est similaire à celui des années précédentes, nous ne creusons pas outre mesure, car nous avons peut-être un prix qui a augmenté, mais derrière, nous avons un prix de vente qui a augmenté en proportion. [...] si nous avons un problème au niveau de la marge, nous normalisons le chiffre d'affaires et nous essayons de prendre la marge historique si l'augmentation des coûts est ponctuelle. Alternativement, si nous considérons que l'augmentation est durable, nous prenons une marge plus faible. »</i>
Sébastien Paulet	BDO	<i>« Par exemple, ce que nous avons pu observer, ce sont typiquement des sociétés qui s'approvisionnaient sur des marchés lointains comme la Chine, les coûts de transport, par exemple, ont été multipliés par 10 ou par 20 pendant la période Covid. Certains coûts de fournitures et d'approvisionnement ont été très largement impactés. [...] ces changements sont en grande partie normalisés. »</i>
Samuel Rizzo	CoPilot	<i>« Nous essayons d'adopter une approche macroéconomique. »</i>
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	<i>« Nous n'avons pas vraiment regardé car les marges sont les mêmes, car si vous achetez plus cher, vous vendez plus cher. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Je n'ai pas d'exemple en tête d'augmentation de prix liée au Covid. Ce qu'il s'est surtout passé, ce sont des ruptures d'approvisionnements. »</i>

Quelques experts inclus dans notre échantillon ont mentionné une hausse de certains coûts d'approvisionnement. Toutefois, plusieurs ont souligné l'importance du niveau de marge dans leur analyse. Lorsque celle-ci était similaire à celle du passé, ils estiment que les variations des coûts d'approvisionnement liées à la pandémie ont été répercutées dans les prix de vente. Monsieur Paulet a donné un exemple plus spécifique qui, selon lui, nécessite une normalisation. Outre les augmentations de prix, l'allongement des délais d'approvisionnement a également été relevé par Messieurs Renier et Dehout.

Au regard de l'impact de la pandémie de Covid-19 sur les charges de personnel, nous avons également interrogé les experts afin de comprendre comment ils ont intégré cela dans leurs évaluations.

**Tableau 10** - Variations durables ou non durables des coûts de personnel dues à la pandémie.

Daniel Kroes	/	<i>« Nous avons procédé de deux manières différentes : soit nous avons normalisé ces charges sur base de l'année précédente, c'est-à-dire 2019, soit nous n'avons pas tenu compte de l'année en question. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« Pour les charges de personnel, ce n'est pas au cas par cas. Les charges de personnel liées à la pandémie sont exclues car parfois, pour les sociétés qui ont beaucoup de personnel et qui étaient en baisse d'activité même avant le Covid, cela a été une aubaine d'avoir ce chômage économique. Il y a un vrai clean à faire de cet élément RH, que ce soit en plus par des indemnités, ou en moins en raison du chômage économique. »</i>

Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Les charges de personnel pendant le Covid sont systématiquement normalisées. »
Sébastien Paulet	BDO	« Ces coûts sont normalisés. »
Samuel Rizzo	CoPilot	« Il y a eu d'autres produits d'exploitation qui sont des indemnités et une diminution des charges de personnel en raison du chômage. Un dossier n'est pas l'autre. Le chiffre d'affaires avait diminué, donc s'il y a eu moins de rémunérations du personnel, nous n'avons pas corrigé. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« Nous avons retiré tout ça. »
Thierry Dehout	Closing	« Nous ne nous sommes pas trop embarrassés avec ces charges de 2020. Nous avons plutôt tendance à le mettre entre parenthèses. »

Les experts interrogés s'accordent sur une normalisation des charges de personnel liées à la pandémie, considérant ainsi ces variations comme non récurrentes. Monsieur Rizzo adopte une approche différente en ne normalisant pas ces charges lorsqu'elles diminuent proportionnellement à la baisse du chiffre d'affaires, tout en précisant que cela peut varier en fonction des cas.

Enfin, nous avons demandé aux participants leur avis sur l'élimination de tous les impacts de la pandémie, comme si le Covid-19 n'avait jamais existé, pour aboutir à un EBITDA représentatif.

**Tableau 11** - Prise en compte des impacts de la pandémie sur l'EBITDA.

Daniel Kroes	/	« C'est très difficile à éliminer tous les impacts de la pandémie. [...]. Nous pouvons faire des estimations, mais parfois c'est tellement compliqué, qu'il est préférable de mettre l'année Covid sur le côté. »
Antoine Renier	BestValue	« C'est beaucoup trop simple de dire que nous oublions tout. De là à dire que nous ne pouvons pas corriger des petites choses, ce n'est pas vrai non plus. Nous pouvons le faire, mais avec parcimonie. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« A ce moment-là, nous ne savions pas si c'était durable. Le Covid a eu un impact car les comportements ont changé. Par exemple, une étude de notaire réalise des actes à distance alors qu'avant, ils devaient être fait en présentiel, ce qui permet de gagner du temps et d'améliorer la rentabilité. Finalement, ce gain n'est pas normalisé, car c'est un gain durable lié au Covid. Inversement, nous pouvons avoir des pertes durables liées au Covid parce qu'il y a un changement de comportement. »
Sébastien Paulet	BDO	/
Samuel Rizzo	CoPilot	« C'est compliqué de répondre à cette question, car dans certains dossiers, j'ai complètement éliminé tous les impacts, et d'autres pas du tout, parce que cela avait un sens. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« Si la question est est-ce qu'il faut sortir de notre raisonnement et faire comme si le Covid n'avait pas existé pour le futur, non. C'est évident que nous avons cette épée de Damoclès au-dessus de nous qui fait que nous sommes systématiquement plus frileux

		<i>pour acheter. Maintenant sortir de la normalisation les impacts du Covid, c'est évident. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Tenir compte malgré tout de 2020 mais commencer à nettoyer les produits et charges pour arriver à un EBITDA normal 2020, ça ne sert à rien. Nous allons retomber sur 2019, comme s'il n'y avait pas eu le Covid. [...]. Le message général que je veux te faire passer est qu'il n'y pas de règles de valorisation si ce n'est une, que nous sommes dans des cas particuliers. »</i>

Les réponses à cette question plus générale sont assez diversifiées. Messieurs Renier et Remon estiment que certains impacts peuvent être éliminés, bien qu'il ne faut pas ignorer totalement l'existence du Covid. De manière similaire, Monsieur Essaheli souligne que la pandémie a entraîné des changements de comportement qui peuvent engendrer des gains ou des pertes durables. Monsieur Kroes met en évidence la difficulté d'évaluer les conséquences de la pandémie. Enfin, Messieurs Rizzo et Dehout mentionnent que cela dépend fondamentalement de la situation spécifique de chaque entreprise.

## 5. Impacts sur le besoin en fonds de roulement

Nous avons interrogé les participants à propos des changements observés dans le besoin en fonds de roulement, plus particulièrement les délais de paiement des clients, des fournisseurs, ainsi que le taux de rotation des stocks, en raison de la pandémie de Covid-19.

**Tableau 12** - Impacts de la pandémie sur le BFR.

Daniel Kroes	/	<i>« En règle générale, en tout cas dans le secteur des PME, nous n'avons pas eu de gros impacts sur les délais de paiement clients ou fournisseurs. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« Personnellement, nous analysons le BFR sur base annuelle. [...]. Si nous nous étions retrouvés avec la période Covid en septembre, octobre, novembre et décembre, effectivement, l'analyse du BFR fin 2020, il fallait l'oublier. Le fait est qu'ici, fin 2019, nous étions sur une situation normale, et fin 2020, nous avons encore des répercussions, mais les activités étaient relancées en grande partie. Il n'y a pas eu de stress particulier sur l'analyse du BFR, et notamment, au niveau de la DCF, nous repartions sur des ratios qui étaient assez similaires en 2019 et 2020. »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	<i>« Dans certains secteurs d'activité, les achats ont été retardés. Dans d'autres cas de figure, des clients ont payé plus tardivement. Inversement, pour les sociétés qui fonctionnent bien, nous avons eu des stocks qui ont été écoulés plus rapidement. »</i>
Sébastien Paulet	BDO	<i>« Nous étions dans une période où les sociétés ont fait face à des difficultés de trésorerie. Tout le monde a essayé de financer son cycle d'exploitation en optimisant ses délais clients et fournisseurs donc nous avons un impact au niveau du BFR. »</i>
Samuel Rizzo	CoPilot	<i>« Oui, nous avons vu que les clients tardaient plus à payer. De manière générale, nous avons vu un besoin de trésorerie plus important. »</i>
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	<i>« Dans certains secteurs, les stocks ont fondu car tout le monde s'est rué dessus, et il y a eu des ruptures d'approvisionnement. »</i>

		<i>[...]. Les fournisseurs sont beaucoup plus hard, car le Covid a fait que les gens ont beaucoup plus peur. Les délais de paiement sont plus stricts. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Nous avons un allongement du délai de paiement clients, une tendance à répercuter sur les fournisseurs, et une augmentation des volumes de stock. »</i>

Certains participants à l'étude ont remarqué des modifications des éléments constitutifs du besoin en fonds de roulement. Monsieur Dehout indique que les volumes de stock ont augmenté, alors que Messieurs Essaheli et Remon citent un écoulement plus rapide pour les sociétés ayant performé pendant la pandémie. Messieurs Dehout, Rizzo et Essaheli évoquent des délais de paiement des créances commerciales allongés. Messieurs Paulet et Dehout notent la tendance à rallonger le délai de paiement aux fournisseurs. Toutefois, Monsieur Kroes n'a remarqué aucun changement significatif dans les délais de paiement. Cette position est soutenue par Monsieur Renier qui mentionne des ratios similaires à ceux du passé.

## 6. Impacts sur les dépenses d'investissement

La question du niveau des dépenses d'investissement des PME wallonnes en période de pandémie et de l'intégration de cette donnée dans les évaluations a été posée aux participants.

**Tableau 13** - Impacts de la pandémie sur les dépenses d'investissement.

Daniel Kroes	/	<i>« Nous avons eu des dossiers où nous avons des retards d'investissement, et nous avons corrigé la valeur des actions en tenant compte de ces retards d'investissement. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« Ceux qui avaient les reins solides ont profité de ce moment pour acheter moins cher avec des meilleures conditions. Mais la plupart des sociétés PME avec une santé normale, ont plutôt eu tendance à freiner les dépenses d'investissement. [...]. Dans ces cas, nous avons prévu un budget d'investissement plus important, qui forcément, diminue la valeur de l'entreprise. »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	<i>« Il est certain qu'avant d'investir, les dirigeants d'entreprise réfléchissaient à deux fois car le contexte était beaucoup plus risqué. Maintenant, les bonnes affaires arrivent également dans les moments critiques. »</i>
Sébastien Paulet	BDO	<i>« Quand nous valorisons, nous examinons si la société a suffisamment investi. [...]. Il est clair que les sociétés ont dû faire face à des problèmes de trésorerie, ce qui a pénalisé les investissements. De plus, le financement était également plus difficile car les banques étaient plus frileuses. Troisièmement, dans un environnement incertain, il y a toujours moins d'investissements. »</i>
Samuel Rizzo	CoPilot	<i>« Cela dépend des secteurs, je n'aime pas généraliser. »</i>
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	<i>« Tous les investissements ont été postposés. [...]. Non, car vous n'achetez pas le futur, vous achetez le présent. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Oui. [...]. Dans la méthode du DCF, nous devons tenir compte des investissements. [...]. Nous avons tenu compte des stricts besoins d'investissements. »</i>

Beaucoup d'experts interrogés ont constaté une diminution des dépenses d'investissement en raison de la pandémie de Covid-19. Toutefois, certains ont souligné que quelques entreprises ont saisi l'occasion de la crise pour investir à moindre coût. Par ailleurs, quelques experts de notre échantillon ont spécifiquement mentionné prendre en compte ces retards d'investissement dans leurs valorisations. Cependant, Monsieur Remon n'a pas considéré ces retards, estimant que la valeur de l'entreprise doit refléter les investissements présents.

## 7. Impacts sur les prévisions

La question suivante se rapporte à l'incertitude causée par la pandémie de Covid-19 dans l'exercice d'établissement des prévisions financières.

**Tableau 14** - Impacts de la pandémie sur l'exercice de prévisions.

Daniel Kroes	/	« En fonction des circonstances, nous nous montrons relativement prudents dans les prévisions. Personnellement, j'attache beaucoup d'importance au passé. Je mets l'année Covid de côté et je me réfère aux années 2018, 2019 - 2020 et 2021 sont des années Covid - et 2022 le retour à la normale. Si les prévisions sont plus ou moins en ligne avec le passé, cela me paraît raisonnable. »
Antoine Renier	BestValue	« Nous devons nous poser la question pour chaque ligne, à commencer évidemment par le chiffre d'affaires, et puis l'évolution de la structure de coûts. [...]. Sauf dans le cas où les sociétés étaient déjà malades, il n'y a pas de raison d'imaginer que sur le long terme, nous n'allions pas revenir à des niveaux de chiffres normaux. C'est plutôt la question du timing. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Nous utilisons des hypothèses et organisons des séances de travail avec le client, en essayant de comprendre leur activité, en discutant, et en étant aussi critique par rapport aux volontés du client [...]. »
Sébastien Paulet	BDO	« La deuxième difficulté, dans des approches plutôt prospectives type DCF, c'est de pouvoir considérer des perspectives de redressement dans un horizon de temporalité adéquat. Nous étions dans une période de grande incertitude où toutes projections étaient relativement compliquées. »
Samuel Rizzo	CoPilot	« C'est clair que personne n'avait une boule de Cristal, car nous avons eu le Covid, mais il y a la guerre en Ukraine. Dans le marché de la transmission, il y a eu une espèce d'attentisme. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« La deuxième chose, c'est que période de stress, donc période de risque, donc une fois que les comptes étaient plus ou moins normalisés, les personnes disaient quand est-ce que le Covid va se terminer. À ce moment-là, personne ne savait. »
Thierry Dehout	Closing	« Nous avons eu tendance à valoriser des business plans avec une croissance nulle ou décroissance. Nous n'avons plus pu nous permettre des scénarios de croissance qui étaient trop importants. Il y a eu une tendance au pessimisme dans les scénarios. Au niveau des prévisions de chiffre d'affaires, nous avons été beaucoup plus prudents. Au niveau des coûts, nous avons tenu compte des augmentations de coûts conjoncturels. Le business plan que nous devrions faire pour valoriser n'est pas

		<i>évident, car c'est très difficile d'avoir une visibilité à plusieurs années pour une société.»</i>
Alexandre Streel	BDO	<i>« Le premier impact significatif est la difficulté que nous allons avoir d'établir des projections financières dans un tel contexte. [...]. Quand l'entreprise traverse une période incertaine avec une volatilité importante, il est beaucoup plus difficile de se projeter. Il peut être recommandé que les entreprises réalisent des projections sur une période plus longue, période nécessaire afin d'arriver à une certaine stabilité financière. [...]. Il est aussi d'autant plus important, lorsque nous sommes en période de crise et que nous devons faire cet exercice de se projeter financièrement, de s'appuyer sur les hypothèses les plus récentes.»</i>

La plupart des participants interrogés indiquent que la difficulté de prévoir la période à laquelle un retour à une activité normale pouvait être envisagée a rendu les prévisions financières plus complexes. Concernant l'exercice de prévisions en tant que tel, Monsieur Streel suggère de prolonger la durée des plans financiers ainsi que de s'appuyer sur les hypothèses les plus récentes ; Messieurs Renier et Dehout mentionnent prendre en compte l'évolution du chiffre d'affaires et des coûts ; Monsieur Dehout a considéré une croissance très modérée ou nulle voire même négative dans ses prévisions ; Monsieur Essaheli utilise différentes hypothèses en collaboration avec le client ; Monsieur Kroes se base sur les performances passées en excluant les années impactées par la pandémie.

De plus, nous avons demandé aux experts s'ils avaient eu recours à différents scénarios de prévisions en raison de la pandémie de Covid-19.

**Tableau 15** - Scénarios prévisionnels en période de pandémie.

Daniel Kroes	/	<i>« Parfois, il est complexe de valoriser une entreprise. [...]. Là, je réalise une analyse de sensibilité. Dans cette analyse, je prends l'EBITDA des trois dernières années, l'EBITDA des deux dernières années, etc. Je fais également varier le multiple, et je crée un tableau avec plusieurs valeurs, en essayant de rester dans une fourchette raisonnable. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« Oui, mais nous le faisons systématiquement avec des hypothèses qui ont un impact hyper important sur la valeur [...] »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	/
Sébastien Paulet	BDO	<i>« Oui. Typiquement, sur des méthodes de valorisation DCF, nous faisons une analyse de sensibilité de la valorisation à un taux d'actualisation qui varie et à des niveaux de marge d'EBITDA qui varient sur un prévisionnel. »</i>
Samuel Rizzo	CoPilot	<i>« Non, car dans beaucoup de sociétés que nous avons en portefeuille, la valorisation était déjà réalisée. »</i>
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	<i>« Les analyses de sensibilité sont arrivées mais sont encore très embryonnaires dans la profession. Elles sont très compliquées car elles se basent sur des probabilités. [...]. L'évolution du marché de la valorisation passera par des statisticiens et plus des réviseurs. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Oui, nous avons des sensibilités liées à des paramètres, type croissance de la société. Nous avons des best-cases, des worst-</i>

		<i>cases, etc. Nous avons aussi des sensibilités par rapport aux différents taux d'actualisation. Pour les méthodes basées sur les multiples, nous avons une sensibilité sur l'EBITDA et une sensibilité sur le multiple. Cela nous donne un tableur dans lequel on prend la diagonale entre le plus bas et le plus haut en fonction des différents paramètres. »</i>
Alexandre Streel	BDO	<i>« Une autre recommandation pourrait être de travailler avec différents scénarios, et de ne pas se contenter de faire une projection financière. [...].Le DCF va être rendu plus difficile à mettre en œuvre parce qu'il y a une incertitude plus grande sur les flux futurs de l'entreprise, et parce que, dans ce cas, il est parfois plus pertinent de mettre en œuvre une approche « multi scénarios » (plusieurs plans financiers). Concrètement, nous pourrions obtenir différentes valeurs (une par scénario), à pondérer en fonction de leur probabilité d'occurrence ; ce qui est plus complexe. »</i>

De nombreux experts interrogés ont recours à différents scénarios, de manière systématique, indépendamment de la pandémie. Toutefois, Monsieur Streel insiste sur l'importance de considérer plusieurs scénarios afin d'établir des projections financières spécifiquement en période de crise.

## 8. Impacts sur le multiple de l'EBITDA

Nous avons demandé aux différents participants s'ils ont utilisé des multiples de l'EBITDA plus faibles dans leurs évaluations depuis la pandémie de Covid-19.

**Tableau 16** - Évolution du multiple de l'EBITDA suite à la pandémie.

Daniel Kroes	/	<i>« Le Covid a mis la pression sur les multiples. Nous voyons clairement que nous sommes arrivés à un plateau, et que nous sommes plutôt dans une phase de baisse que d'augmentation. Cependant, la valeur d'entreprise, c'est à la fois le multiple, mais également l'EBITDA. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« De manière générale, je dirais oui, mais cela dépend de la valeur de l'EBITDA que nous considérons. »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	<i>« Oui, nous constatons une baisse des multiples. Cependant, je ne suis pas certain si cela est dû à la pandémie ou non. J'ai l'impression que nous étions sur des multiples assez élevés, et cela dépend aussi du nombre de transactions, de l'offre et de la demande »</i>
Sébastien Paulet	BDO	<i>« Oui, nous avons utilisé des multiples plus faibles. »</i>
Samuel Rizzo	CoPilot	<i>« Non, nous sommes restés à un multiple entre 4 et 6.. »</i>
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	<i>« Le multiple de l'EBITDA a diminué. J'ai déjà vu passer des multiples de 10, nous sommes redescendus sur des multiples de 7 car les banques financent en 7 ans, et puis nous sommes descendus sur des multiples de 5 en période Covid. »</i>
Thierry Dehout	Closing	<i>« Le multiple de l'EBITDA n'est pas fonction d'un secteur quoi qu'on en dise. [...]. C'est notre sensibilité de faire 15 à 20 transactions par an dans tous les secteurs qui nous permet de</i>

		<i>choisir un multiple. Là où nous avons beaucoup de demandes et de concurrence sur un dossier, le multiple a tendance à monter. Là où nous avons peu ou pas de demandes, cela joue sur les multiples. »</i>
Alexandre Streel	BDO	<i>« [...] compte tenu d'un risque accru, les multiples ont tendance à diminuer. »</i>

Beaucoup de participants à l'étude ont observé une diminution des multiples de l'EBITDA, à l'exception de Messieurs Rizzo et Dehout. Messieurs Kroes et Renier insistent sur l'importance de déterminer la valeur du multiple qui doit être établie en relation avec l'EBITDA.

De plus, nous avons demandé aux participants si l'éventuelle diminution de transactions en raison de la pandémie a compliqué la détermination d'un multiple de référence, puisque celui-ci se base notamment sur des transactions comparables à celle envisagée.

**Tableau 17** - Détermination du multiple de référence en raison de la pandémie.

Antoine Renier	BestValue	<i>« D'après la théorie, le multiple est basé sur des comparables.[...]. De nouveau, en PME, donc en valeur d'entreprise en dessous de 20 millions qui est notre définition à nous, pas du tout officielle, la PME est très difficilement comparable. De base, nous allons chercher des multiples qui sont parfois plus grossiers, typiquement qui sortent d'études, type Wallonie Entreprendre, Vlerick... Mais nous y intégrons surtout notre feeling personnel. Il y a 20-30% qui est de la recherche de données de marché et puis, presque 70% où c'est de l'input personnel d'experts de terrain. »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	<i>« Je n'ai pas identifié de diminution de transactions à mon niveau. La valorisation sur base des multiples est en général une méthode d'évaluation de confirmation. Compte tenu de la diversité des types de sociétés à évaluer, nos évaluations sont basées sur les fondamentaux intrinsèques de ces entreprises de sorte que ce sont ces facteurs qui influent principalement sur les valeurs, compte tenu de corrections conjoncturelles. »</i>
Alexandre Streel	BDO	<i>« En ce qui concerne la méthode des multiples, il faut être « confortable » avec le postulat que les marchés financiers évaluent « correctement » les actifs. Or, en période de crise, il peut y avoir des effets psychologiques / irrationnels sur les marchés qui rendent ce postulat de base discutable. S'il n'est pas rencontré, la méthode ne peut pas être mise en œuvre. Rappelons enfin qu'il existe deux types de multiples, boursiers et de transactions privées. En période de crise, il y a parfois très peu de transactions privées, ce qui réduit l'échantillon de données. »</i>

Cette question a été envoyée par mail aux participants qui n'ont pas été interrogés sur ce sujet lors de notre entretien. Ils n'ont pas tous communiqué de réponse, et celles obtenues sont différentes. Monsieur Streel évoque que la potentielle diminution des transactions en période de crise réduit l'échantillon sur base duquel un multiple peut être calculé. D'après Monsieur Renier, les PME sont tout d'abord très difficilement comparables, ce qui empêche de se référer entièrement à des multiples théoriques. En pratique, les multiples utilisés, pour les PME, résultent plutôt d'appréciation personnelle. Enfin, Monsieur Essaheli n'a pas identifié de diminution de transactions et considère en plus la méthode du multiple de l'EBITDA comme une méthode de confirmation plutôt que de détermination d'une valorisation.

## 9. Impacts sur le taux d'actualisation

La question suivante porte sur l'évolution du WACC, et plus particulièrement du coût de la dette et du coût des capitaux propres, en raison de la pandémie de Covid-19.

**Tableau 18** - Évolution du taux d'actualisation en raison de la pandémie.

Daniel Kroes	/	/
Antoine Renier	BestValue	« [...] post-covid, si nous décomposons le WACC élément par élément, il y a de grandes raisons de penser que tous les éléments ont augmenté. Je ne pense pas que ça été le cas en 2020, en tout cas pour la dette, c'est certain. Au niveau de la perception du risque, [...], si nous sommes optimistes sur nos hypothèses au niveau du plan financier, nous devons être plus conservateurs sur nos perceptions du risque dans le WACC, et à l'inverse, si nous sommes plutôt prudents sur le plan financier, nous pouvons travailler avec un WACC un peu plus faible. »
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	« Au niveau du coût de la dette, nous avons des taux d'intérêt assez bas, et l'impact a été assez minime. Le risque est lié au secteur d'activité, et dans mes évaluations en l'espace de deux ans, c'est rare que j'aie eu plusieurs secteurs d'activité qui me permettaient de dire que ce secteur en particulier est en diminution. En général, pour les sociétés classiques, nous sommes entre 8% et 12% au niveau du WACC global, et nous sommes toujours restés dans cette tranche-là. »
Sébastien Paulet	BDO	« Globalement, le coût de la dette était pratiquement nul, et le taux sans risque était à 0% voire négatif. En ce qui concerne le coût des capitaux propres, nous sommes restés sur des niveaux qui étaient globalement en ligne avec ce que nous connaissions. »
Samuel Rizzo	CoPilot	/
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« C'est la prime de risque qui détermine ce que vous déterminez comme WACC. Il est évident que, comme nous étions en période de risque, nous mettions des WACC importants. [...] plus le risque est élevé, plus la prime de risque est élevée, et plus le rendement exigé est important. »
Thierry Dehout	Closing	« Dans les taux d'actualisation, les WACC, les primes de risque ont été plus élevées, et plus nous utilisons un WACC élevé, plus nous avons une valeur d'entreprise qui baisse. »
Alexandre Streel	BDO	« Tous les risques qui doivent être considérés dans le taux d'actualisation vont a priori être impactés à la hausse du fait de la crise compte tenu de la plus grande incertitude. Qui dit incertitude élevée dit rendement exigible plus important, et donc majoration du taux d'actualisation. [...]. La difficulté la plus importante est peut-être de ne pas considérer doublement le risque. C'est-à-dire, d'une part, au travers des projections financières, et, d'autre part, dans les paramètres techniques d'évaluation. Un cas typique qui aboutirait à une sous-évaluation de l'entreprise serait de diminuer fortement les prévisions

		<i>financières tout en utilisant des paramètres techniques d'évaluation très conservateurs »</i>
--	--	--

Les participants expriment des opinions divergentes sur cette question. Bien qu'une certaine convergence se dégage concernant le faible coût de la dette, il n'en est pas de même pour le coût des capitaux propres. Messieurs Remon et Dehout soutiennent que les primes de risque ont augmenté, une position que Monsieur Streel appuie en mentionnant une majoration des taux d'actualisation en raison du risque accru et l'attente d'un meilleur rendement. En revanche, Monsieur Paulet est d'avis que le coût des capitaux propres est resté stable, ce que Monsieur Essaheli soutient en évoquant un WACC global stable également. En outre, Monsieur Renier insiste sur l'importance de déterminer la valeur du taux d'actualisation en relation avec les hypothèses retenues au sein du plan financier. Monsieur Streel ajoute que l'impact de la crise ne doit pas être considéré doublement, c'est-à-dire dans les projections financières et dans les paramètres techniques d'évaluation.

## 10. Impacts durables de la pandémie sur la valorisation

En guise de conclusion à nos entretiens, nous avons demandé aux experts si, selon eux, la pandémie de Covid-19 continue d'impacter la valorisation des PME wallonnes. Les propos plus généraux de Monsieur Streel sont incorporés dans ce tableau car ils sont pertinents pour cette conclusion.

**Tableau 19 - Impacts durables de la pandémie sur la valorisation des PME wallonnes.**

Daniel Kroes	/	<i>« Aujourd'hui, je ne pense pas car le Covid n'est plus à l'ordre du jour. Mais, nous avons eu de grands changements dans la société [...]. Le Covid a eu un impact durable sur les entreprises, mais le message est aussi qu'il y a eu d'autres éléments très importants, la guerre en Ukraine, les prix de l'énergie, l'inflation, etc. qui ont influencé l'économie. »</i>
Antoine Renier	BestValue	<i>« La réponse est clairement oui. Si ce n'est pas dans les hypothèses d'évaluation, c'est dans les chiffres observés. De manière générale, l'évaluation d'une société est très dépendante de son environnement. Nous ajoutons des primes de risque dans tous les sens. Nous analysons l'ensemble des chiffres pour essayer de comprendre au mieux ce à quoi nous devons nous attendre demain. J'ai tendance à dire que la crise fait partie du quotidien, et elle s'appelle à chaque fois différemment. Il y a des business model qui ne sont plus de notre temps, et il y en a d'autres qui sont très prometteurs. [...]. Le Covid était un test, mais il y en aura d'autres. »</i>
Hanine Essaheli	Libra Audit & Assurance	<i>« Cela dépend du secteur d'activité. J'ai un peu l'impression que maintenant, c'est la guerre en Ukraine, la crise des approvisionnements, le contexte inflationniste, etc., c'est d'autres considérations et le marché a un peu oublié ce qu'il s'est passé de manière générale. »</i>
Sébastien Paulet	BDO	<i>« Je dirais oui, parce que ce que nous sommes en train d'observer maintenant sont des effets retard du Covid. A un moment donné, les sociétés ont préservé la trésorerie, ont bénéficié de mesures de soutien, et maintenant que ces mesures se sont estompées, nous constatons que les entreprises ont consommé toutes leurs ressources, tous leurs moyens de subsistance, et sont en recherche de capitaux pour financer cette reprise. »</i>

Samuel Rizzo	CoPilot	« Aujourd’hui non, car il y a tellement eu de crises, la guerre en Ukraine, la crise de l’énergie, etc., que je ne dirais pas que les gens sont habitués aux crises et je ne dirais pas non plus que tout roule car c’est compliqué pour tout le monde, mais nous constatons que les gens ont continué à travailler, l’économie tourne, la plupart des PME fonctionnent. [...]. Par rapport au Covid, c’est un peu étonnant, mais j’ai vraiment l’impression que tout le monde a oublié. »
Christophe Remon	Christophe REMON & CO	« Oui, les gens sont plus frileux. Il y a moins de nouveaux entrepreneurs et les entrepreneurs existants sont fatigués par la crise du Covid qui leur a demandé beaucoup de résilience, et puis après la guerre en Ukraine, la hausse des matériaux, et la guerre des talents. »
Thierry Dehout	Closing	« Je ne pense pas. [...]. Mais forcément, si le business model change, cela va avoir un impact sur les comptes. S’il faut plus stocker, comme je disais tout à l’heure, nous allons avoir des conséquences financières. Pour ça comme pour le reste, tout le monde a déjà oublié ce Covid. »
Alexandre Streel	BDO	« Les crises sont différentes, mais la manière de s’y adapter en matière d’évaluation est relativement similaire. [...]. Premièrement, les méthodes d’évaluation ne doivent a priori pas être remises en question dans un contexte de crise. [...]. Les fondements restent d’application. [...]. Le deuxième message est que ce qui va par contre changer sont les paramètres d’évaluation. Si ces paramètres changent, la valeur change aussi, in fine. La crise du Covid n’a donc pas eu d’impact sur les méthodes, mais bien sur les paramètres d’évaluation. [...]. Si les méthodes d’évaluation ne changent pas, elles sont par contre plus difficiles à mettre en œuvre. »

Les experts interrogés sont partagés sur cette question. Bien que Messieurs Kroes, Dehout, Essaheli et Rizzo estiment que la pandémie de Covid-19 fait désormais partie du passé, les deux premiers mentionnent tout de même que celle-ci a entraîné des changements durables sur le *business model* de certaines entreprises. Messieurs Renier, Paulet et Remon sont d’avis que la pandémie a eu un impact à long terme. Monsieur Renier pointe la nécessité d’examiner les paramètres d’évaluation dans leur contexte actuel. Monsieur Paulet met en avant les effets retard de la pandémie dus à la suppression des aides dont les entreprises ont pu bénéficier. Enfin, Monsieur Remon constate moins de dynamisme concernant l’entrepreneuriat. Un élément mis en avant par la quasi-totalité des participants à l’étude est l’existence d’autres crises apparues après la pandémie. Celles-ci ont quelque peu effacé des mémoires la pandémie de Covid-19.

Monsieur Streel n’aborde pas le caractère durable de la pandémie de Covid-19. Toutefois, celui-ci résume les conséquences des crises sur l’exercice de valorisation. Selon lui, les méthodes d’évaluation restent inchangées mais leur mise en œuvre peut devenir plus complexe en raison des modifications des paramètres d’évaluation en période de crise.

## Chapitre 3 – Discussion

Ce chapitre est dédié à la comparaison entre les résultats obtenus de notre partie pratique et notre revue de littérature, dans le but de confirmer ou d'infirmer les hypothèses préalablement formulées. Les hypothèses sont les suivantes :

### **1. La due diligence financière analyse et confirme les indicateurs financiers qui entrent en considération dans les différentes méthodes de valorisation.**

Les trois méthodes de valorisation exposées dans notre revue de littérature (méthode de l'actif net corrigé, méthode des multiples et méthodes des flux de trésorerie actualisés) reposent sur des approches qui font respectivement appel au bilan, au compte de résultats et aux flux de trésorerie. Ces éléments font partie intégrante des informations requises lors d'une due diligence financière. En effet, plusieurs auteurs expliquent que cette mission a pour but d'examiner les indicateurs financiers qui déterminent la valeur d'une entreprise (Baeten et al., 2014 ; Berens & Strauch, 2002 ; Dreher & Ernst, 2022 ; Howson, 2003). De plus, Berens et Strauch (2002) font référence au lien existant entre la due diligence financière et la valorisation. La première évaluation est toutefois généralement effectuée avant la due diligence financière (Welch et al., 2020). Ainsi, selon Baeten et al. (2014), la due diligence financière permettra de valider ou d'ajuster la valeur de l'entreprise.

En interrogeant les experts sur le lien entre la due diligence financière et la valorisation, la plupart confirment l'importance de cette mission afin de vérifier l'exactitude des indicateurs financiers à considérer dans une valorisation. Les réponses des participants à l'étude étant majoritairement convergentes, notre première hypothèse est vérifiée.

### **2. La pandémie de Covid-19 peut avoir modifié la valeur réelle de certaines catégories du bilan, obligeant l'évaluateur à en tenir compte dans sa valorisation.**

La revue de littérature a soulevé que la valeur réelle de certaines catégories du bilan a été modifiée par la pandémie de Covid-19. Parmi les plus impactées, les auteurs citent :

- Les immobilisations corporelles dont la durée de vie, l'utilité et la valeur de marché ont potentiellement été modifiées (Alao & Gbolagade, 2020 ; KPMG, 2020c) ;
- Les stocks qui ont pu se détériorer en raison de la baisse de la demande et/ou des perturbations de la chaîne d'approvisionnement (Alao & Gbolagade, 2020) ;
- Les créances commerciales dont le paiement est éventuellement incertain ou compromis en raison de la pandémie (Durocher & Deschênes, 2020 ; Shved, 2021). Les dettes commerciales suivent le même type de raisonnement (Shved, 2021) ;
- Des dettes financières supplémentaires ont pu être contractées en raison de difficultés de trésorerie dues à une baisse d'activité. En outre, les conditions d'emprunt ont pu être modifiées (Alao & Gbolagade, 2020 ; PWC, 2020b).

En préliminaire, certains experts interrogés mentionnent que l'intégration des impacts de la pandémie de Covid-19 sur les postes du bilan dépend de la méthode de valorisation utilisée.

Lorsque les participants favorisent des méthodes basées sur le rendement, ils estiment que le bilan n'impacte pas de manière directe la valorisation. Ils n'ont donc pas inclus ces éventuelles répercussions dans leurs approches par le rendement. Toutefois, Messieurs Essaheli et Paulet précisent que les impacts de la Covid-19 sur les postes du bilan sont captés indirectement au travers du compte de résultats, ce qui induit qu'il en est tenu compte malgré tout.

Les quelques participants qui ont abordé les éléments considérés dans la méthode de l'actif net corrigé ont contribué à fournir d'avantage d'informations sur les postes bilantaires qui ont pu être impactés par la crise de la Covid-19, en mentionnant notamment :

- Une modification de la valeur des immeubles (M. Dehout) ou une moindre utilité de ceux-ci en raison notamment de l'arrivée du télétravail (M. Remon) ;
- Une attention particulière portée à l'état du stock lorsque l'activité est en baisse (M. Renier) ;
- Un allongement des délais de paiement ou une irrécouvrabilité des créances commerciales (M. Dehout) ;
- Des financements complémentaires afin de disposer de la trésorerie suffisante (M. Dehout) ;
- Une diminution des fonds propres en cas de pertes (M. Renier & M. Dehout).

Les impacts de la pandémie de Covid-19 sur les catégories du bilan soulevés par les participants sont assez identiques à ceux relevés dans notre revue de littérature.

En conclusion, nous pouvons valider la première partie de notre hypothèse qui affirme que la pandémie de Covid-19 peut avoir modifié la valeur réelle de certaines catégories du bilan. Cependant, les déclarations des experts interrogés ne nous permettent pas de valider entièrement la suite de cette hypothèse qui déclare que l'évaluateur doit en tenir compte dans sa valorisation. Ce postulat n'est vérifié que dans la mesure où la méthode de valorisation utilisée ne se réfère qu'aux postes du bilan.

### **3. En fonction du secteur d'activité de l'entreprise concernée, la pandémie de Covid-19 a entraîné des variations du chiffre d'affaires, à la hausse ou à la baisse.**

La revue de littérature a permis de pointer qu'en Belgique, la majorité des PME a connu une diminution de leur chiffre d'affaires en 2020 par rapport à 2019 (Dhyne & Duprez, 2021). Plus particulièrement, en Wallonie, les secteurs de l'HoReCa et de l'événementiel, du transport et de l'entrepôt ainsi que de l'industrie manufacturière ont subi des baisses importantes. Toutefois, le commerce de gros et de détail et la construction ont enregistré des hausses de leur chiffre d'affaires (Statbel, 2023).

Les professionnels interrogés ont identifié des secteurs qui ont enregistré une augmentation ou à l'inverse, une diminution de leur chiffre d'affaires en raison de la pandémie de Covid-19. De plus, Monsieur Streel indique que les crises entraînent des perdants et des gagnants. Plus spécifiquement, l'HoReCa, le transport, la logistique, les prestations de services et le tourisme ont été identifiés par les participants à l'étude comme ayant subi des baisses de chiffres d'affaires, tandis que le jardinage, la construction, la distribution alimentaire, et les secteurs digitalisés ont vu leur activité progresser. Plusieurs secteurs cités par les professionnels sont similaires à ceux mentionnés dans la revue de littérature.

L'hypothèse est vérifiée en raison de la concordance entre les variations du chiffre d'affaires et les secteurs positivement et négativement impactés qui sont mentionnés dans la revue de littérature et par les professionnels.

Cependant, une nuance peut être apportée à cette hypothèse. Malgré la tendance générale, Monsieur Essaheli souligne que certaines entreprises au sein d'un secteur en difficulté, l'HoReCa, ont réussi à s'en sortir grâce à la mise en place d'un système de livraisons à domicile.

**4. L'EBITDA a subi des variations dues à la pandémie, obligeant l'évaluateur à distinguer les impacts non récurrents des impacts durables, afin d'aboutir à un EBITDA représentatif de l'activité.**

La normalisation de l'EBITDA est un exercice habituellement réalisé dans le cadre de l'estimation de la valeur d'une entreprise, afin de déterminer fidèlement sa rentabilité (Howson, 2003 ; Matzen, 2018 ; Lambert & Essaheli, 2021). Comme l'indiquent plusieurs auteurs (Durocher & Deschênes, 2020 ; PWC, 2020b), la pandémie de Covid-19 a amplifié cet exercice pour l'évaluateur, qui doit identifier les effets temporaires et les effets durables de la pandémie afin d'aboutir à un niveau normal de résultat d'exploitation. En outre, la pandémie peut avoir entraîné, pour l'entreprise, une nouvelle normalité qu'il faut comprendre (Ernots, 2020), et qui a pour conséquence un EBITDA impacté durablement.

Les participants à notre étude ont été interrogés sur les variations du chiffre d'affaires, des coûts d'approvisionnement et des charges liées au personnel observées pendant la pandémie, et sur la manière dont ils ont considéré ces variations dans la détermination de l'EBITDA.

- La plupart des professionnels interrogés ont procédé à l'examen du chiffre d'affaires, dans le but d'identifier des variations ponctuelles ou durables dues à la pandémie, sans pour autant mentionner la manière dont ils ont procédé. La complexité de cet exercice est relevée par plusieurs experts, particulièrement pour les PME qui ne disposent pas systématiquement d'informations détaillées. Les experts inclus dans notre échantillon ont été amenés à calculer des moyennes en prenant différentes hypothèses, et ont parfois sous-pondéré ou exclu les années impactées par la pandémie ;
- Certains participants ont mentionné une hausse des coûts d'approvisionnement en raison de la pandémie tout en ajoutant qu'ils se réfèrent plutôt à la marge dégagée. Ces augmentations ont été considérées comme durables dans le cas où la marge restait dans la norme, impliquant que l'augmentation a été répercutée dans le prix de vente. Cependant, certaines situations particulières ont pu se présenter, comme le souligne Monsieur Paulet, telle que la hausse des coûts de transport, qui nécessite une normalisation ;
- Les experts interrogés s'accordent sur une normalisation des charges de personnel dont le niveau a été impacté par la pandémie, indiquant que ces variations sont spécifiques à la crise, et donc non récurrentes.

Lors de nos entretiens, les participants ont également répondu à la question plus générale de savoir si tous les impacts de la crise de la Covid-19 devaient être éliminés dans leur exercice de normalisation de l'EBITDA, afin qu'ils expriment une opinion sur la durabilité des comportements induits par la crise. Les experts interrogés soulignent qu'il ne faut pas ignorer totalement l'existence de la Covid-19, qu'il faut tenir compte de certaines modifications de comportements durables ainsi que de la situation spécifique de chaque entreprise. D'ailleurs, Monsieur Dehout généralise son propos en énonçant que la règle est « *qu'il n'y pas de règles de valorisation si ce n'est une, que nous sommes dans des cas particuliers* ».

Les réponses des experts nous permettent de valider notre quatrième hypothèse. L'identification des impacts non récurrents et des impacts durables découlant de la pandémie sur le chiffre d'affaires et sur les coûts d'exploitation sont mis en évidence par les participants à l'étude. La détermination de l'EBITDA représentatif de l'activité est réalisée en tenant compte des impacts durables sur l'entreprise. Cependant, certains participants relèvent que chaque dossier est examiné de manière individuelle, et que dans certains cas, ils ont pris l'option d'exclure ou de sous-pondérer les années Covid.

**5. Les délais de paiement des clients et des fournisseurs ont augmenté et le taux de rotation du stock a diminué en raison de la pandémie de Covid-19, influençant le besoin en fonds de roulement.**

Le besoin en fonds de roulement se calcule à partir du bilan. Il est donc lié à notre seconde hypothèse. Cependant, nous pouvons émettre une hypothèse supplémentaire qui s'intéresse particulièrement aux délais de paiement des créances et des dettes commerciales et au taux de rotation des stocks qui influencent le BFR et qui ne sont pas suffisamment reflétés dans la vision statique du bilan. La revue de littérature indique, pour les PME wallonnes, une augmentation des délais de paiements des clients et des fournisseurs entre 2019 et 2020 (UNIZON, Graydon Belgium & UCM, 2022). D'autre part, bien que nous n'ayons pas identifié, dans la revue de littérature, d'informations précises sur les modifications des taux de rotation du stock en raison de la pandémie, Ernots (2020) souligne les impacts sur le niveau du stock, que ce soit en raison d'une rotation plus lente ou d'une détérioration.

Les professionnels se sont prononcés sur l'existence d'éventuels changements du besoin en fonds de roulement comme suit :

- Leurs avis divergent sur la question des délais de paiement des créances commerciales. Messieurs Rizzo, Dehout et Essaheli ont constaté un allongement de ces délais. Monsieur Essaheli nuance sa réponse afin de tenir compte du secteur ou du cas particulier de la société. Par contre, Messieurs Kroes et Renier relèvent que ces délais sont restés assez similaires ;
- Nous ne pouvons pas non plus tirer une tendance générale à propos des délais de paiements aux fournisseurs. Monsieur Dehout mentionne que les délais de paiement aux fournisseurs ont été allongés si les délais de paiements des clients l'étaient également. Monsieur Paulet indique les difficultés de trésorerie auxquelles les entreprises ont pu faire face et leur volonté d'optimiser les délais de paiement. Monsieur Remon donne la vision des fournisseurs qui ont été plus stricts en période de pandémie. À nouveau, Messieurs Kroes et Renier observent que les délais fournisseurs sont restés assez similaires ;
- Enfin, l'appréciation des experts interrogés sur l'évolution de la rotation des stocks en période de pandémie ne nous permet pas de conclure sur une baisse généralisée. L'impact de la Covid-19 sur la rotation du stock est, d'après les professionnels interrogés, d'une part, un écoulement plus rapide pour les sociétés ayant performé, et d'autre part, une augmentation des volumes de stocks pour les autres.

Certains experts ont remarqué une variation, positive ou négative, de ces éléments et d'autres pas. De plus, une difficulté que nous avons rencontrée est que tous les experts inclus dans notre échantillon ne se sont pas forcément prononcés sur chaque élément. Au travers de leurs réponses, nous constatons qu'il faut considérer la situation particulière de chaque société. Pour ces raisons, nous ne pouvons pas confirmer notre hypothèse.

**6. Les dépenses d'investissement ont été réduites en raison de la pandémie de Covid-19, obligeant l'évaluateur à tenir compte d'un retard d'investissement dans sa valorisation.**

La revue de littérature a permis de pointer qu'en période de crise de la Covid-19, les dépenses d'investissements des PME wallonnes ont été réduites ou suspendues (UNIZO, Graydon Belgium & UCM, 2022). Cela implique que des coûts supplémentaires, assimilables à une dette, devront être supportés pour compenser ces retards (Durocher & Deschênes, 2020 ; KPMG, 2020c ; PWC, 2020b).

Il ressort de nos entretiens avec les professionnels que la majorité des PME wallonnes ont freiné leurs investissements en raison de la pandémie. Monsieur Paulet met en évidence trois raisons principales de ce comportement, à savoir les difficultés de trésorerie, les financements moins accessibles, et l'environnement incertain. Ce constat ne doit pas être généralisé d'après Monsieur Rizzo qui insiste sur la variabilité selon les secteurs d'activité. D'autre part, Messieurs Renier et Essaheli mentionnent qu'il est possible de saisir des opportunités dans des périodes plus critiques, et qu'ainsi certaines sociétés ont pu réaliser de bonnes affaires.

L'éventuel retard d'investissement à intégrer dans la valorisation a été souligné spécifiquement par Messieurs Kroes et Renier. De plus, Monsieur Dehout fait référence à la méthode des flux de trésorerie actualisés qui inclut directement les besoins d'investissement.

En considérant les réponses majoritairement exprimées par les participants à l'étude, notre hypothèse est validée. Néanmoins, le secteur et la situation particulière de chaque société peuvent être des paramètres qui nuancent cette affirmation.

#### **7. L'incertitude apportée par la pandémie de Covid-19 a rendu l'exercice de prévision des performances financières plus complexe.**

L'hypothèse suivante s'intéresse à l'exercice de prévisions financières en temps de crise de la Covid-19. La revue littéraire a établi la nécessité d'actualiser les prévisions plus fréquemment sur base d'indicateurs récents, afin de correspondre à la nouvelle normalité induite par la pandémie (KPMG, 2020a ; PWC, 2020a ; PWC, 2020b ; Shved, 2021). De plus, de nombreux auteurs recommandent de réaliser des études de sensibilité en considérant différents scénarios (Alao & Gbolagade, 2020 ; KMPG, 2020a ; PWC, 2020a ; PWC, 2020b ; Sherman & Pryzant, 2021).

L'élément le plus souvent cité par les professionnels interrogés est l'incertitude et les inconnues engendrées par une crise inédite dont l'issue restait indéterminée.

Tout en examinant chaque composante d'un plan financier prévisionnel, Monsieur Renier estime qu'un retour à la normale aura lieu, sans pouvoir déterminer à quel moment. Messieurs Paulet et Remon partagent cette difficulté de temporalité. Monsieur Dehout évoque la tendance à une très grande prudence sur les hypothèses de croissance de chiffre d'affaires et de majoration des coûts. Monsieur Streel suggère de prolonger la durée du plan prévisionnel et de s'appuyer sur les hypothèses les plus récentes. Enfin, Monsieur Kroes est le seul participant à exclure les années 2020-2021 et à établir ses prévisions en ligne avec le passé.

La plupart des participants à l'étude ont recours à différents scénarios, que ce soit en période de crise de la Covid-19 ou non. Un participant, Monsieur Streel, insiste plus particulièrement sur cet exercice en temps de crise : plusieurs plans financiers sont élaborés afin d'obtenir différentes valeurs, qui sont pondérées en fonction de leur probabilité.

Nous estimons que notre hypothèse est validée en raison de la difficulté d'établir des prévisions dans un contexte incertain, et ce même si les points d'attention énoncés dans la revue de littérature ne sont pas cités par les participants, hormis par Monsieur Streel. Celui-ci ajoute même une donnée supplémentaire, à savoir l'allongement de la durée du plan prévisionnel. Les autres participants ont partagé une opinion plus générale.

## **8. En raison de la pandémie de Covid-19, le multiple de l'EBITDA a diminué de manière générale, avec des tendances divergentes selon le secteur d'activité.**

L'examen de l'évolution du multiple moyen de l'EBITDA dans la revue de littérature a indiqué une diminution générale, en Wallonie, de la valeur de ce multiple entre 2019 et 2021. Cependant, une distinction par secteur doit être prise en compte, tous n'ayant pas été impactés de la même manière par la crise (Sowalfin Transmission, 2022).

La plupart des experts interrogés considère que le multiple de l'EBITDA a diminué, de manière générale, en raison de la pandémie de Covid-19. Monsieur Dehout ne détermine pas une tendance générale, car il considère que le multiple augmente ou diminue en fonction de la demande pour chaque dossier, ce que Monsieur Essaheli soutient. En outre, Monsieur Rizzo n'a pas constaté une baisse des multiples qu'il utilise.

Un aspect supplémentaire relevé par Messieurs Kroes et Renier est que la valeur du multiple doit être considérée en relation avec celle de l'EBITDA, puisqu'ils entrent tous les deux en considération, de manière complémentaire, pour déterminer la valeur de l'entreprise.

La plupart des réponses nous permet de valider partiellement l'hypothèse d'une baisse générale du multiple de l'EBITDA en raison de la pandémie de Covid-19. Cette validation est partielle pour deux raisons : le multiple dépend, d'une part, de la valeur de l'EBITDA qui est pris en considération par l'évaluateur, et d'autre part, de chaque dossier, au cas par cas. Par ailleurs, la mise en évidence d'une tendance par secteur d'activité n'a pas été évoquée lors des entretiens.

Grâce aux entretiens menés, nous pouvons discuter d'un point supplémentaire relatif aux multiples de l'EBITDA, même si aucune hypothèse n'a pu être établie sur base de la revue de littérature. En effet, nous avons relevé que le nombre de transactions avait diminué en 2020 et 2021 (Sowalfin Transmission, 2021 ; Sowalfin Transmission, 2022), ce qui pourrait engendrer une difficulté pour déterminer la valeur du multiple pouvant notamment se baser sur des transactions récentes. Trois points de vue différents ont été exprimés à ce sujet. Monsieur Streel confirme cette potentielle difficulté. Il ajoute que la méthode des multiples ne peut être validée que si l'on estime que les marchés ont correctement évalué les actifs, sans être influencés par des comportements irrationnels dus à la crise. En revanche, Monsieur Renier ne soulève pas cette difficulté pour les PME, pour lesquelles il intègre plutôt une appréciation personnelle de terrain. Enfin, Monsieur Essaheli n'a pas remarqué de diminution de transactions et utilise la méthode des multiples uniquement comme confirmation. Nous ne sommes pas en mesure de tirer une conclusion à propos de cette potentielle difficulté au vu des réponses récoltées.

## **9. La pandémie de Covid-19 n'a pas impacté le taux d'actualisation dans ses composantes fondamentales, seul le secteur d'activité a pu avoir une influence sur sa valeur.**

L'examen de différents documents (Damodaran, 2020, 2021, 2022 ; BNB, 2023 ; Fernandez et al., 2023 ; OCDE, 2023) nous a permis d'identifier une stabilité du coût de la dette et des composantes du coût des capitaux propres, à l'exception du paramètre beta qui varie en fonction du secteur d'activité.

Les participants ont été interrogés sur l'évolution du coût de la dette en raison de la pandémie. Ceux qui ont abordé ce sujet n'ont pas constaté une hausse du taux d'intérêt. Sur ce point spécifique, Monsieur Alain Plumier, Directeur développement Wallonie pour le marché de l'entreprise chez CBC Banque et Assurance, nous a confirmé que le taux de base est resté stable, mais a été majoré par une prime de risque différente selon la sensibilité au risque du secteur d'activité de l'entreprise.

Quant au coût des capitaux propres, les avis des participants divergent. Certains déclarent que ce coût n'a pas été modifié en raison de la pandémie, ou plus globalement, que le WACC est demeuré constant. À l'inverse, d'autres ont considéré des primes de risque plus importantes dues à l'incertitude de la période de crise, entraînant un coût des capitaux propres supérieur. Monsieur Essaheli ajoute que les risques doivent être considérés en fonction du secteur d'activité. Cependant, il n'a pas constaté de tendance générale par secteur.

Comme pour le multiple de l'EBITDA, deux experts, Messieurs Renier et Streel, mettent en relation le taux d'actualisation et les hypothèses retenues pour établir le plan financier, en relevant que les risques liés à la crise ne doivent pas être considérés doublement, c'est-à-dire dans les projections financières et le taux d'actualisation. Monsieur Streel aborde les paramètres techniques de manière plus globale, indiquant que le raisonnement est similaire pour le multiple de l'EBITDA.

La validation de cette hypothèse est complexe car le taux d'actualisation englobe de multiples éléments dont l'évolution en raison de la pandémie a été observée différemment par les participants interrogés. Pour les experts en évaluation interrogés, le coût de la dette n'a pas été impacté par la pandémie. Cette conclusion est nuancée par un expert du domaine bancaire qui indique que la prime de risque qui majore le taux de base des crédits, a pu impacter ce coût en fonction du secteur d'activité. Concernant le coût des capitaux propres, certains estiment qu'il a augmenté en raison de primes de risque supérieures, d'autres déclarent que le WACC est resté inchangé. À nouveau, comme pour l'hypothèse précédente, la valeur du taux d'actualisation dépend, d'une part, des hypothèses du plan financier, et d'autre part, de chaque dossier. Nous estimons donc ne pas être en mesure de valider cette hypothèse.



# Conclusion

La question de recherche de ce mémoire porte sur la due diligence financière dans le contexte de la crise de la Covid-19, et sur les impacts que cette crise a pu avoir sur la valorisation des PME Wallonnes engagées dans un processus d'acquisition.

La revue de littérature a permis d'aborder les principaux concepts nécessaires à la compréhension de ce sujet, à savoir le processus d'acquisition, la due diligence, les méthodes de valorisation, les paramètres financiers qui entrent en considération lors de l'exercice de valorisation et de due diligence financière, ainsi que les paramètres techniques de valorisation, tels que les multiples de l'EBITDA ou les taux d'actualisation. Ces paramètres financiers et techniques ont été examinés en prenant en considération les impacts de la crise de la Covid-19. Grâce à la littérature consultée, nous avons formulé différentes hypothèses, relatives aux paramètres financiers, aux prévisions, ainsi qu'aux paramètres techniques, qui ont subi des répercussions suite à la pandémie de Covid-19.

Une étude empirique qualitative a ensuite été menée afin de récolter l'avis de professionnels en évaluation de PME wallonnes. Nous avons interrogé un panel diversifié de personnes, qu'il s'agisse de réviseurs d'entreprises, d'experts en évaluation, de maîtres de conférences à HEC Liège, de représentants de l'Union Professionnelle des Intermédiaires en Cession et transmission d'entreprises (UPIC). Certains endossent plusieurs fonctions dans leur quotidien professionnel. Leur expérience et leur rayon d'activité variés en Wallonie nous ont permis de récolter des informations pertinentes et de confronter celles-ci aux hypothèses formulées suite à la revue de la littérature.

Il ressort de nos entretiens menés avec les professionnels que la pandémie de la Covid-19 a entraîné des modifications des paramètres de valorisation des PME wallonnes, sans pour autant que ces impacts soient similaires ou convergents pour toutes les entreprises, sans pour autant qu'ils aient un impact ponctuel ou durable dans tous les cas, et sans pour autant qu'ils soient partagés unanimement par tous les experts interrogés. L'exercice d'évaluation en période de pandémie a été complexe, en raison des inconnues engendrées par une crise inédite, qu'il a fallu tenter d'intégrer en tenant compte de la particularité de chaque société à évaluer. Nous pouvons néanmoins dégager plusieurs constats grâce aux réponses des professionnels.

La valeur réelle de certains postes du bilan a pu être modifiée en raison de la pandémie, bien qu'il ne soit pas possible de dégager une orientation à la hausse ou à la baisse qui s'applique à toutes les PME wallonnes. La valeur comptable de ces postes sera ajustée pour correspondre à leur valeur réelle, dans la mesure où les experts utilisent une méthode de valorisation qui se limite aux éléments du bilan.

Le chiffre d'affaires a directement été impacté en fonction du secteur d'activité de la société. La distribution alimentaire, la construction en général et le digital ont été identifiés comme gagnants, tandis que l'HoReCa, le tourisme, les prestations de service à la personne ou encore le transport ont souffert de la pandémie. Afin d'aboutir à un chiffre d'affaires représentatif d'une activité normale, les experts sont généralement amenés à prendre des moyennes, en sous-pondérant ou même parfois en excluant les années impactées par la pandémie. Les modifications induites par la crise dans les charges d'exploitation doivent également faire l'objet d'un examen détaillé. Dans la détermination d'un EBITDA représentatif, les évaluateurs doivent identifier si ces changements ont été ponctuels, ou bien s'ils feront partie de la nouvelle normalité de l'entreprise. Cet exercice est étroitement lié à la situation particulière de l'entreprise évaluée et à son secteur d'activité, et implique de considérer les modifications durables de comportements. Nous ne pouvons donc pas mettre en évidence de généralités dans le traitement des éléments constitutifs de l'EBITDA, hormis pour les coûts de personnel normalisés par la plupart des experts interrogés pour les années directement impactées par la pandémie.

Les avis des experts à propos des variations du besoin en fonds de roulement ne nous permettent pas de confirmer qu'il a été affecté positivement ou négativement par la pandémie. À nouveau, chaque PME a sa situation spécifique et une conclusion générale n'a pu être dégagée. Par contre, un constat plus tranché peut être formulé au sujet des dépenses d'investissement qui ont été réduites dans la plupart des PME wallonnes en raison de la crise de la Covid-19, même si des opportunités ont pu parfois se présenter. Certains experts ont tenu compte d'un rattrapage à ce niveau.

La pandémie de Covid-19 a amené beaucoup plus de complexité et d'incertitude dans l'exercice des prévisions financières. En outre, la littérature préconise d'actualiser plus fréquemment celles-ci, de s'appuyer sur des indicateurs plus récents, et de recourir à plusieurs scénarios. En pratique, l'utilisation de scénarios est fréquemment appliquée dans l'exercice de prévisions. Un seul expert nous a confirmé la pertinence de ces recommandations en période de crise, et mentionne complémentirement l'allongement du plan financier.

La crise de la Covid-19 a généralement entraîné une diminution de la valeur des multiples de l'EBITDA dans les évaluations des PME wallonnes. Cependant, la nuance du secteur d'activité doit à nouveau être relevée, même si les experts n'en ont pas fait mention et valident plutôt une baisse globale. Certains évoquent également le lien entre le multiple de l'EBITDA et l'EBITDA lui-même, afin de ne pas pénaliser doublement une évaluation en prenant une position prudente sur chacun de ces deux éléments.

Les opinions des professionnels interrogés ne nous permettent pas de généraliser l'évolution du taux d'actualisation en raison de la pandémie. Pour le coût de la dette, les taux d'intérêts sont restés stables et une prime de risque plus importante a pu être appliquée par les banques en fonction du secteur d'activité. Quant au coût des capitaux propres, les avis divergent. Certains ont considéré une prime de risque plus importante, et d'autres pas. La relation entre le WACC et les hypothèses retenues dans le plan financier ne peut être ignorée afin de ne pas considérer doublement les impacts de la crise.

Nous pouvons également nous rendre compte, au terme de ce mémoire, que tous les experts ne sont pas unanimes sur la persistance d'impacts durables de la pandémie de la Covid-19 dans l'exercice de valorisation des PME wallonnes. Aujourd'hui, d'autres crises ont perturbé le fonctionnement de l'économie, telles que la guerre en Ukraine, la crise de l'énergie ou le contexte inflationniste, et ont placé la crise de la Covid-19 au second plan.

En résumé, l'évaluation des PME wallonnes doit tenir compte des éventuelles modifications des paramètres de valorisation en raison de la pandémie de Covid-19. Nous ne sommes toutefois pas en mesure de généraliser tous les impacts de la pandémie et de dégager des tendances qui s'appliquent de manière similaire à tous les exercices de valorisation, car le secteur d'activité concerné et la situation particulière de la société sont des données à prendre en considération. Les méthodes de valorisation décrites dans ce mémoire ne sont pas remises en question par les professionnels, elles tiendront compte des modifications identifiées des paramètres. La due diligence financière contribuera à confirmer l'exactitude des indicateurs financiers, et devra être réalisée de manière plus approfondie.

Les limites rencontrées lors de l'élaboration de ce mémoire sont les suivantes. Tout d'abord, en ayant opté pour une étude qualitative, nos constatations sont élaborées sur base d'un panel d'experts restreints qui se sont exprimés par rapport à leur propre expérience en matière de valorisation de PME wallonnes. D'autres professionnels auraient pu influencer nos conclusions. Toutefois, enrichir le panel d'experts n'aurait pas, selon nous, permis de dégager de tendances générales, car comme mentionné à plusieurs reprises, chaque dossier de valorisation est différent.

De plus, cette étude se limitant à la crise de la Covid-19 mais étant réalisée après que d'autres crises soient apparues, ce contexte a pu influencer les réponses des participants, ne permettant pas d'identifier toujours l'impact spécifique de la pandémie de Covid-19 sur la valorisation des PME wallonnes. La valorisation des PME wallonnes face à une crise pourra faire l'objet de nombreuses études complémentaires, que ce soit sous l'angle d'une crise en général, ou en particulier dans le cadre de la guerre en Ukraine, de la crise de l'énergie ou encore dans un contexte inflationniste.

Enfin, les informations spécifiques aux PME wallonnes ne sont pas toujours facilement identifiables dans la littérature. Notre étude se limitant à ces sociétés, elle pourrait être élargie soit géographiquement, soit en termes de taille d'entreprise.



# Annexes

## Annexe n°1 – Documents requis pour une due diligence financière

<b>0 Structure légale</b>	
0.1	Description de l'entreprise, avec notamment les principaux secteurs/marchés, concurrents, clients, et fournisseurs
0.2	Description de la structure organisationnelle et opérationnelle de l'entreprise, dont un organigramme par département clé avec le nombre d'ETP
<b>1 Comptes de résultats analytiques des segments</b>	
1.1	EBITDAR par segment et explication de la méthode utilisée pour déterminer l'EBITDAR par segment
<b>2 Comptes annuels</b>	
2.1	Balance générale (en format électronique, par ex. Excel)
2.2	Grands livres (en format électronique, par ex. Excel)
2.3	Les comptes annuels audités
<b>3 Comptes de gestion (management accounts)</b>	
3.1	Tableaux et rapports opérationnels ainsi que les indicateurs clés utilisés par l'entreprise (CA au m², panier moyen, origine géographique des clients, ...)
3.2	Copie des comptes de gestion mensuels avec commentaires du management sur les évolutions
3.3	Copie d'autres informations du management, concernant par exemple l'IT, qualité, clients douteux, ventes, principaux fournisseurs, etc.
3.4	Description des principales règles et procédures comptables (manuel comptable, si disponible)
3.5	Y a-t-il eu des changements de règles comptables en 2017, 2018 ou 2019 (2020) ?
3.6	Lettres de représentation et rapports d'audit
3.7	Réconciliation entre les management accounts et les comptes statutaires, avec des explications et documents de supports relatifs aux différences observées
3.8	Copie des procès-verbaux des Conseils d'Administration
3.9	Copie des procès-verbaux des Assemblées Générales
<b>4 Revenus et marge brute</b>	
4.1	Détail des revenus et de la marge brute par catégorie de produits
4.2	Résumé de la politique de prix et de remises, ristournes, rebais (RRR) de l'entreprise.
<b>5 Analyse du portefeuille de clients</b>	
5.1	Aperçu du chiffre d'affaires et de la marge brute par client (réconciliés aux comptes annuels) et commentaires du management sur l'évolution
5.2	Aperçu des remises accordées aux clients ainsi que les principaux composants de ces arrangements
5.3	Aperçu de clients gagnés
5.4	Aperçu des clients perdus, ainsi que les pertes de ventes et de marge brute allouées aux clients perdus
5.5	Résumé des bonus accordés aux clients
5.6	Résumé des renouvellements de contrats, avec commentaires du management sur l'impact de ces renouvellements sur la base de clients et les remises accordées
<b>6 Analyse des fournisseurs</b>	
6.1	Aperçu des principaux fournisseurs, incluant les contrats et les termes de paiement
6.2	Description de la nature des achats du top 20 fournisseurs (autres que secrétariat social, sociétés de leasing et fournisseurs Capex)
6.3	Détail des fournisseurs par devise et par pays.
6.4	Description des principaux contrats fournisseurs, ainsi qu'une copie de ces contrats
6.5	Résumé des remises de fin d'année accordées par les fournisseurs
6.6	Commentaires du management sur la dépendance vis à vis des fournisseurs
<b>7 Coûts directs et indirects</b>	
7.1	Description des comptes de coûts mensuels de l'entreprise (et si ces coûts sont fixes, variables ou semi-variables) et commentaires du management quant à l'évolution de ces coûts (achats de matériel, assurances, achats de commodités, coûts de personnel, etc.)
<b>8 Coûts et profils des employés</b>	
8.1	Aperçu du personnel actuellement employé par l'entreprise, indiquant pour chacun s'il est indépendant, la date de début du contrat, l'âge, l'ancienneté, le niveau de service, le salaire brut mensuel ou horaire incluant les compensations pour heures supplémentaires, les bonus ou incitants, les plans de pension. Veuillez également indiquer les avantages extra-légaux tels que les voitures de société, les assurances extra-légales, les téléphones portables, ordinateurs, etc...
8.2	Evolution des ETP au cours des dernières années.
8.3	Liste des employés qui ont quitté la société, dans le cas où il y a des conflits non résolus, avec l'explication de ces conflits et la quantification du risque financier
8.4	Copie des plans de pensions actuellement en place et les critères d'entrée

<b>9 Parties liées</b>	
9.1	Description des coûts et revenus provenant des parties liées (directeurs, actionnaires, management...) et commentaires quant à la substance économique des transactions
9.2	Description des refacturations entre sociétés liées
9.3	Détail des montants, au bilan et au compte de résultat, relatifs aux transactions avec des parties ou sociétés liées
<b>10 Tableau de flux de trésorerie (si disponible)</b>	
10.1	Tableaux de flux de trésorerie annuels et mensuels et commentaires sur les principaux composants
<b>11 Résultats financiers</b>	
11.1	Commentaires (et documents de support) quant à l'évolution des produits et charges financières
11.2	Commentaires sur l'impact de l'évolution des taux de change (si applicable)
11.3	Description des contrats qui influencent le résultat financier tels que des contrats de couverture et des SWAPS sur les devises, les matières premières, etc (si applicable)
<b>12 Résultats exceptionnels (en-dessous de l'EBITDA)</b>	
12.1	Commentaires et description des éléments exceptionnels en-dessous de l'EBITDA
<b>13 Evénements non-récurrents</b>	
13.1	Aperçu et description des événements non-récurrents, incluant leurs impacts financiers
<b>14 Besoin en fond de roulement</b>	
14.1	Description des procédures en place pour le suivi de la trésorerie et du niveau de besoin en fond de roulement
14.2	Détail mensuel du besoin en fond de roulement et commentaire sur les évolutions (en valeur absolue, et en % des ventes)
14.3	Evolution du DPO, DSO et DIO (délai de crédit fournisseurs, délai moyen de paiement client, rotation des stocks moyen)
14.4	Bilans mensuels avec commentaires sur les principales fluctuations (avec séparation des comptes relatifs aux sociétés liées)
14.5	Mise en évidence des dépenses d'investissements pour les fournisseurs concernés à chaque fin de mois afin d'établir un BFR sans capex
<b>15 Créances commerciales</b>	
15.1	Balance âgée des créances commerciales aux dates de clôtures
15.2	Commenter les retards de paiement par les clients (raison de l'absence de paiement ainsi que le risque qui y est associé) ainsi que la politique en matière de comptabilisation des créances douteuses
15.3	Copie du contrat d'affacturage / factoring (si applicable)
15.4	Copie des assurances crédit (si applicable)
15.5	Documents de support pour les autres créances majeures
<b>16 Dettes commerciales</b>	
16.1	Balance âgée des dettes commerciales aux dates de clôture
16.2	Détail des termes de paiement des principaux fournisseurs
16.3	Détail de la politique d'approvisionnement (timing, fixation des quantités, principaux contrats)
16.4	Détail des remises reçues en fin d'année, si applicable
16.5	Copie de tous les contrats de location et/ou de leasing (si applicable)
16.6	Détail de la procédure de paiement (fréquence) et nombre de factures
<b>17 Autres créances</b>	
17.1	Détail des autres créances (court et long terme), ainsi que les produits acquis et charges à reporter
17.2	Documents de support liés aux principales créances ouvertes
<b>18 Autres dettes (non-financières)</b>	
18.1	Détail des produits à reporter par type et par client
18.2	Détail des autres dettes, incluant les dettes fiscales et sociales, ainsi que les documents de support s'y rapportant
<b>19 Dépenses d'investissement/ actifs immobilisés</b>	
19.1	Liste des actifs immobilisés incluant la valeur d'acquisition, les amortissements cumulés, les amortissements de l'année, la valeur comptable ainsi que l'année d'acquisition
19.2	Aperçu des principaux investissements historiques
19.3	Commentaires du management sur les capacités de production, l'éventuelle nécessité de nouveaux investissements, les investissements futurs ou les investissements qui ont été retardés
19.4	Détail des location-financements financières et opérationnelles ainsi que les contrats (si applicable)
19.5	Description détaillée des actifs financiers
19.6	Description des acquisitions d'actifs immobilisés et documents de supports
19.7	Description des ventes/cessions d'actifs immobilisés et documents de supports
19.8	Budget et plan d'investissement dans des actifs immobilisés dans le futur
<b>20 Cash</b>	
20.1	Copies des extraits bancaires de tous les comptes en banque de l'entreprise à la date de clôture
20.2	Détail relatifs aux comptes courants. Sont-ils porteurs d'intérêts, sont-ils couverts par des contrats?
<b>21 Dettes financières (court et long terme)</b>	
21.1	Copies des contrats d'emprunts et d'autres instruments financiers ainsi que des garanties offertes aux institutions bancaires
<b>22 Subsidés</b>	
22.1	Description des subsidés reçus et de leurs amortissements (si applicable)
22.2	Description des conditions d'obtention de subsidés (si applicable)
22.3	Traitement comptables des subsidés (si applicable)

<b>23 Provisions</b>	
23.1	Résumé des calculs et mouvements de provisions et leur documents supports
23.2	Liste et description des potentiels litiges/procès en cours ou futurs
<b>24 Capital et réserves</b>	
24.1	Description et commentaires sur les variations du capital et des réserves
<b>25 Engagements hors bilan</b>	
25.1	Aperçu et copie de tous les engagements hors bilan
25.2	Aperçu des dettes hors bilan et passifs éventuels, incluant: engagements contractuels, auto-assurance et couverture d'assurance, rémunération incitative, plaintes et litiges en cours, problèmes éventuels de sécurité ou de santé, commission paritaire éventuellement applicable, carte de fidélité ainsi que leurs potentielles implications financières
<b>26 Autres</b>	
26.1	Composition de tous les accords qui n'ont pas été mentionnés ci-dessus et qui pourraient intéresser l'acheteur potentiel

(Source : document non publié).

## Annexe n°2 – Chiffres d'affaires par trimestre et par secteur d'activité économique (NACE 2008) d'après les déclarations à la TVA, Région Wallonne, 2019-2021

Tous les montants sont en 1000 euro.

					Chiffre d'affaires											
				<div><div></div>Année<div></div></div>	↩ 2019				↩ 2020				↩ 2021			
<div><div></div></div> Section <div></div>	<div><div></div></div> Division <div></div>	Trimestre <div></div>		↕ 1er trimestre 2019	↕ 2ème trimestre 2019	↕ 3ème trimestre 2019	↕ 4ème trimestre 2019	↕ 1er trimestre 2020	↕ 2ème trimestre 2020	↕ 3ème trimestre 2020	↕ 4ème trimestre 2020	↕ 1er trimestre 2021	↕ 2ème trimestre 2021	↕ 3ème trimestre 2021	↕ 4ème trimestre 2021	
↕ B Industries extractives					89.768	118.808	.	98.224	.	98.861	109.754	.	94.112	129.072	.	
↕ C Industrie manufacturière					9.208.397	10.004.880	9.388.880	10.287.042	9.423.818	8.168.053	8.716.342	9.820.818	9.445.891	10.166.692	9.310.562	10.584.652
↕ D Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné					.	.	.	.	.	.	1.403.494	1.507.684	1.383.993	.		
↕ E Production et distribution d'eau/ assainissement, gestion des déchets et dépollution					729.842	758.842	658.783	905.167	677.307	635.529	707.687	963.881	844.612	854.699	897.052	1.139.745
↕ F Construction					3.157.195	3.828.188	3.368.408	4.015.152	3.207.832	3.003.867	3.369.057	4.058.609	3.524.701	4.187.470	3.614.516	4.508.416
↩ G Commerce/ réparation d'automobiles et de motocycles	↕ 45 Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles			3.827.205	3.962.729	3.297.085	4.560.970	3.593.861	2.566.303	3.634.704	4.441.726	3.957.168	3.617.866	3.108.690	4.203.035	
	↕ 46 Commerce de gros, à l'exception des automobiles et des motocycles			6.716.065	7.162.360	6.521.995	7.065.655	6.630.715	6.524.696	6.856.369	7.331.713	7.288.120	8.089.043	7.555.007	8.286.357	
	↕ 47 Commerce de détail, à l'exception des automobiles et des motocycles			4.301.185	4.627.441	4.374.753	5.018.112	4.306.705	4.429.225	4.531.799	4.898.067	4.604.070	4.931.660	4.636.804	5.399.262	
↕ H Transports et entreposage					1.944.120	1.997.292	2.032.998	1.955.653	1.619.749	1.489.696	1.436.729	1.629.807	1.542.715	1.720.719	1.703.446	1.943.856
↕ I Hébergement et restauration					765.234	895.244	882.742	899.389	665.099	397.656	874.039	492.368	401.032	687.525	1.013.392	911.105
↕ J Information et communication					767.163	752.741	719.625	886.699	828.016	736.423	.	.	828.160	820.558	802.535	1.051.103
↕ M Activités spécialisées, scientifiques et techniques					1.814.695	1.926.407	1.837.594	.	.	.	1.794.904	2.134.554	1.870.885	2.033.725	1.879.598	2.485.489
↕ N Activités de services administratifs et de soutien					.	.	.	1.516.664	1.268.534	906.853	956.296	1.088.711	982.098	1.144.115	1.128.007	1.250.829
↕ R Arts, spectacles et activités récréatives					196.898	242.822	300.377	232.677	187.052	88.965	203.051	145.626	116.509	158.254	242.592	254.601
↕ S Autres activités de services					203.153	219.855	210.028	235.457	197.278	170.097	.	.	177.610	206.266	220.872	250.210

(Source : Statbel, 2023).

## Annexe n°3 – Variations entre 2019-2020 et 2019-2021 du chiffres d'affaires par secteur d'activité économique, Région Wallonne

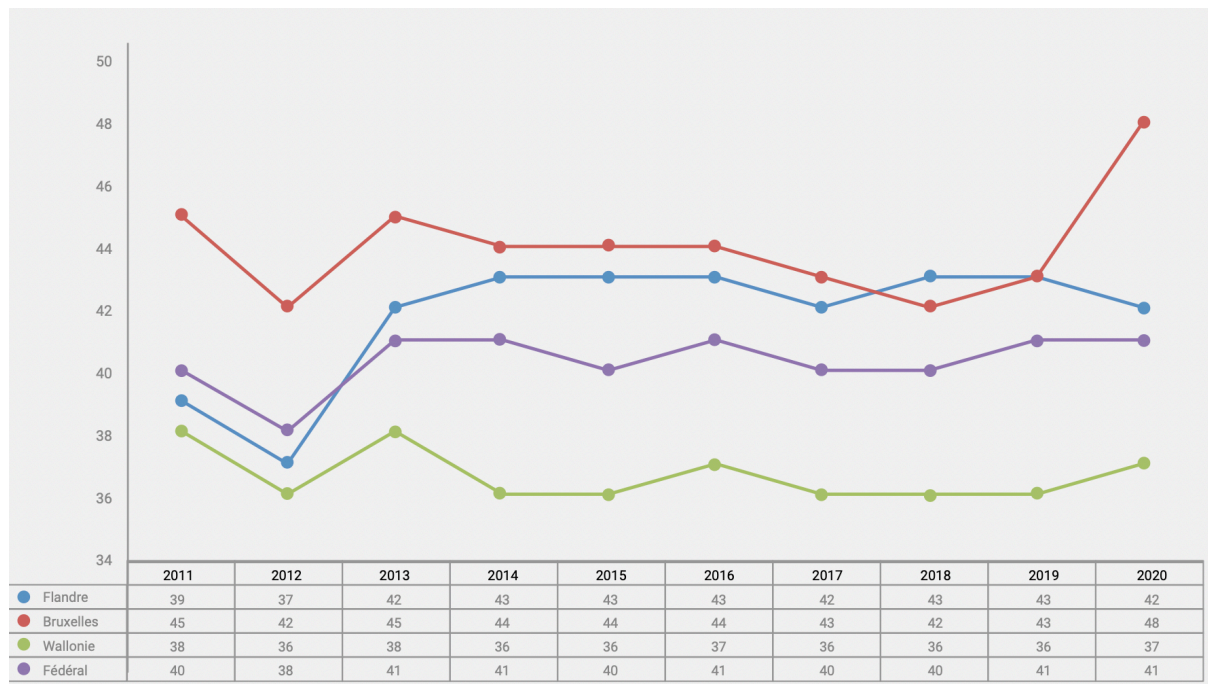
Tous les montants sont en 1000 euro.

	CA Σ 2019*	CA Σ 2020*	CA Σ 2021*	Var 2019-2020	Var 2019-2021
B Industries extractives					
C Industrie manufacturière	38 889 199	36 129 031	39 507 797	<b>-7,10%</b>	<b>1,59%</b>
D Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné					
E Production et distribution d'eau/ assainissement, gestion des déchets et dépollution	3 052 634	2 984 404	3 736 108	<b>-2,24%</b>	<b>22,39%</b>
F Construction	14 368 943	13 639 365	15 835 103	<b>-5,08%</b>	<b>10,20%</b>
G Commerce/ réparation d'automobiles et de motocycles	61 435 555	59 745 883	65 677 082	<b>-2,75%</b>	<b>6,90%</b>
45 Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	15 647 989	14 236 594	14 886 759	<b>-9,02%</b>	<b>-4,86%</b>
46 Commerce de gros, à l'exception des automobiles et des motocycles	27 466 075	27 343 493	31 218 527	<b>-0,45%</b>	<b>13,66%</b>
47 Commerce de détail, à l'exception des automobiles et des motocycles	18 321 491	18 165 796	19 571 796	<b>-0,85%</b>	<b>6,82%</b>
H Transports et entreposage	7 930 063	6 175 981	6 910 736	<b>-22,12%</b>	<b>-12,85%</b>
I Hébergement et restauration	3 442 609	2 429 162	3 013 054	<b>-29,44%</b>	<b>-12,48%</b>
J Information et communication	3 126 228		3 502 356		<b>12,03%</b>
M Activités spécialisées, scientifiques et techniques			8 269 697		
N Activités de services administratifs et de soutien		4 220 394	4 505 049		
R Arts, spectacles et activités récréatives	972 774	624 694	771 956	<b>-35,78%</b>	<b>-20,64%</b>
S Autres activités de services	868 493		854 958		<b>-1,56%</b>

\*Somme du chiffre d'affaires par trimestre des années concernées.

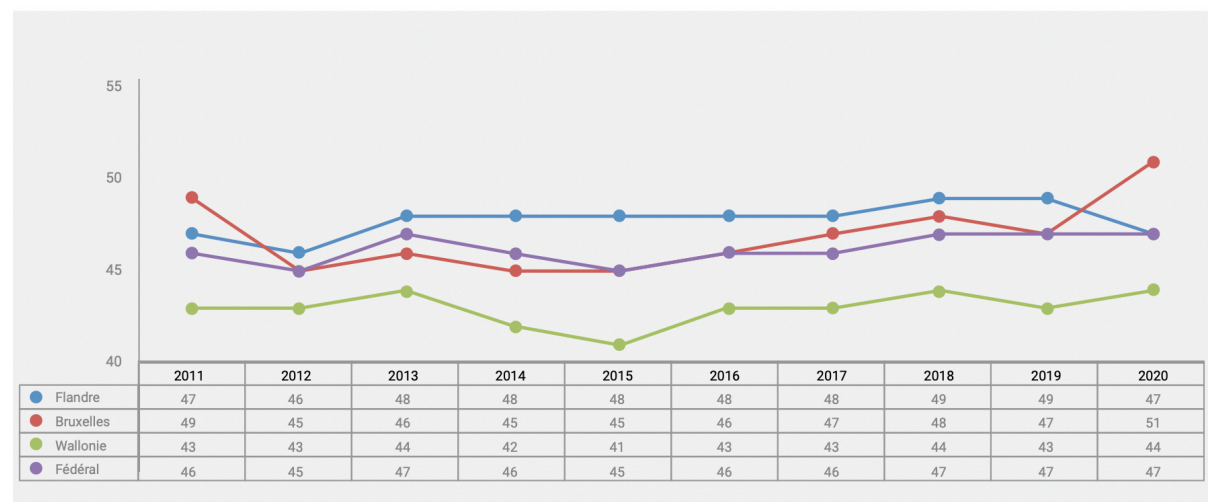
(Source : auteur sur base des données fournies par Statbel, 2023).

## Annexe n°4 – Évolution de la valeur médiane du nombre de jours crédit fournisseur des PME en Belgique et par région, 2011-2020



(Source : UNIZO, Graydon Belgium & UCM, 2022).

## Annexe n°5– Évolution de la valeur médiane du nombre de jours crédit client des PME en Belgique et par région, 2011-2020



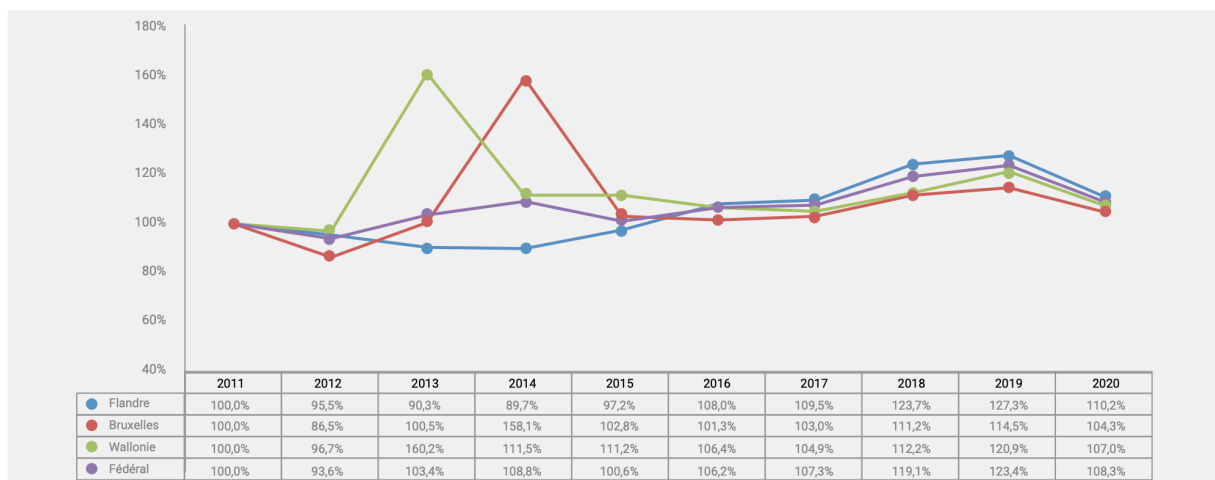
(Source : UNIZO, Graydon Belgium & UCM, 2022).

## Annexe n°6 – Évolution de la valeur médiane des investissements des PME wallonnes en immobilisations corporelles en fonction des secteurs, 2006-2020

Secteur	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>SERVICES</b>	<b>11753</b>	<b>11795</b>	<b>11983</b>	<b>9830</b>	<b>9618</b>	<b>10300</b>	<b>9077</b>	<b>7682</b>	<b>8989</b>	<b>9564</b>	<b>10674</b>	<b>11030</b>	<b>10295</b>	<b>10287</b>	<b>8916</b>
Services financiers: banques, holdings	22147	20077	36118	8856	9189	25490	14864	16075	11819	15545	30497	8627	16725	13462	11968
Services financiers: assurances, fonds de pension	11740	14372	16787	14500	12667	16657	10055	10570	9488	11030	10906	13035	11163	9898	9901
Services aux entreprises	12713	12264	13429	10685	10426	11104	10604	9263	10917	10332	12900	11700	12452	12026	9562
Immobilier	13522	13837	12906	10995	10500	11142	9238	8000	9201	10583	11780	12929	11250	11686	10364
Communication	10870	8462	9049	5776	5949	7349	6611	5384	7352	8736	7500	7679	6580	7361	5208
<b>TIC</b>	<b>7771</b>	<b>6726</b>	<b>7766</b>	<b>5530</b>	<b>6154</b>	<b>6119</b>	<b>6000</b>	<b>4667</b>	<b>5375</b>	<b>5637</b>	<b>6025</b>	<b>5899</b>	<b>5660</b>	<b>5637</b>	<b>5304</b>
Intermédiaires du commerce	8864	10029	7526	9434	8490	9945	8183	6363	6800	8105	8423	9101	8817	9244	7958
Services aux personnes	10927	12324	15355	11347	10540	10191	8820	7928	8025	8005	9754	10163	9915	8498	8000
Soins de santé aux personnes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Services sociaux	34818	29411	30737	28298	30968	31855	29716	22769	24000	41570	30861	41262	40879	46969	41912
Arts, spectacles et activités récréatives	15710	13930	13219	12409	11478	12342	12523	11036	12018	14328	14095	16759	15314	16368	11850
<b>CONSTRUCTION</b>	<b>18182</b>	<b>19922</b>	<b>19245</b>	<b>16165</b>	<b>14729</b>	<b>18443</b>	<b>15990</b>	<b>12578</b>	<b>12819</b>	<b>14702</b>	<b>15605</b>	<b>15049</b>	<b>15451</b>	<b>14927</b>	<b>14009</b>
Construction d'immeubles, développement de projets de construction	19455	21541	20317	16575	14592	17671	14998	12072	14400	14959	16080	15436	17099	16128	15317
Génie civil	39672	49736	32784	34106	37020	39314	38407	32996	30216	30705	32000	36635	41969	38139	39000
Activités de construction spécialisées	17120	18915	18639	15354	14246	18075	15500	12397	12302	14244	15000	14462	14290	13670	12676
<b>INDUSTRIE</b>	<b>25361</b>	<b>27670</b>	<b>29396</b>	<b>24204</b>	<b>22880</b>	<b>27920</b>	<b>26221</b>	<b>23152</b>	<b>24666</b>	<b>26219</b>	<b>28058</b>	<b>30800</b>	<b>30494</b>	<b>32176</b>	<b>29649</b>
Industrie : agro	28099	30600	31295	26950	29267	32673	33143	32418	32750	35162	34850	36657	36050	41466	43410
Industrie : produits alimentaires	21998	21916	24221	25056	25022	23493	26221	22215	23541	32304	33041	35258	33174	33851	27325
Industrie : autres	27034	29800	31548	24774	22358	29833	25855	22217	24208	24577	26078	29293	30000	29788	27218
Imprimerie et firmes graphiques	17000	14101	17789	12101	11059	14092	11560	10233	10933	12035	10793	12187	11275	12987	9078
<b>COMMERCE DE DETAIL</b>	<b>11826</b>	<b>12319</b>	<b>12370</b>	<b>10887</b>	<b>11564</b>	<b>12080</b>	<b>10990</b>	<b>9058</b>	<b>11051</b>	<b>11137</b>	<b>12400</b>	<b>13075</b>	<b>12000</b>	<b>12028</b>	<b>12521</b>
Commerce détail à l'excl. du secteur automobile	11826	12319	12370	10887	11564	12080	10990	9058	11051	11137	12400	13075	12000	12028	12521
<b>HORECA</b>	<b>8918</b>	<b>10459</b>	<b>10258</b>	<b>9410</b>	<b>9421</b>	<b>10000</b>	<b>8265</b>	<b>7805</b>	<b>7532</b>	<b>8700</b>	<b>9958</b>	<b>10620</b>	<b>10669</b>	<b>10941</b>	<b>9090</b>
Hébergement	20897	24011	28661	19139	17788	23624	23474	16038	17578	16979	21603	24389	26366	29061	25188
Restauration et débits boisson	7890	8965	9122	8277	8534	8678	6751	6725	6548	8000	8480	9144	9379	9311	7525
<b>COMMERCE DE GROS</b>	<b>19009</b>	<b>19574</b>	<b>20900</b>	<b>19204</b>	<b>18484</b>	<b>21595</b>	<b>19701</b>	<b>17000</b>	<b>19624</b>	<b>21507</b>	<b>21569</b>	<b>22295</b>	<b>20103</b>	<b>22327</b>	<b>22238</b>
Commerce de gros à l'excl. du secteur automobile	19009	19574	20900	19204	18484	21595	19701	17000	19624	21507	21569	22295	20103	22327	22238
<b>AUTOMOBILE</b>	<b>14365</b>	<b>14882</b>	<b>16148</b>	<b>13972</b>	<b>14381</b>	<b>17184</b>	<b>14514</b>	<b>13391</b>	<b>13626</b>	<b>15328</b>	<b>16382</b>	<b>16926</b>	<b>17096</b>	<b>16626</b>	<b>14764</b>
Secteur automobile	14365	14882	16148	13972	14381	17184	14514	13391	13626	15328	16382	16926	17096	16626	14764
<b>TRANSPORT</b>	<b>41300</b>	<b>45028</b>	<b>42715</b>	<b>33526</b>	<b>30920</b>	<b>32850</b>	<b>34779</b>	<b>34190</b>	<b>32550</b>	<b>36000</b>	<b>41708</b>	<b>44790</b>	<b>44413</b>	<b>52251</b>	<b>37916</b>
Transport terrestre, maritime et aérien	45787	48827	48331	36483	33600	36000	37471	35848	37463	40377	47448	50700	53575	55267	40084
Transport logistique	26029	28403	28300	24036	22844	24452	24482	26000	17870	22270	26331	32171	28800	42648	30909
<b>PROFESSIONS LIBERALES</b>	<b>8623</b>	<b>7436</b>	<b>8281</b>	<b>8533</b>	<b>7805</b>	<b>8216</b>	<b>7992</b>	<b>7425</b>	<b>7865</b>	<b>8789</b>	<b>8852</b>	<b>9652</b>	<b>10149</b>	<b>9854</b>	<b>8380</b>
Professions médicales	10220	9071	9597	10419	9749	10607	9248	8355	8623	9753	9832	11145	11186	10714	8670
Professions juridiques	7361	10371	7535	8246	7476	6175	7712	6903	4719	7791	7486	8266	10398	10526	6795
Professions économiques	7178	6407	7202	7358	6410	6491	7141	6192	6844	7546	7765	8750	9313	8451	7902
Profession techniques de la construction	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

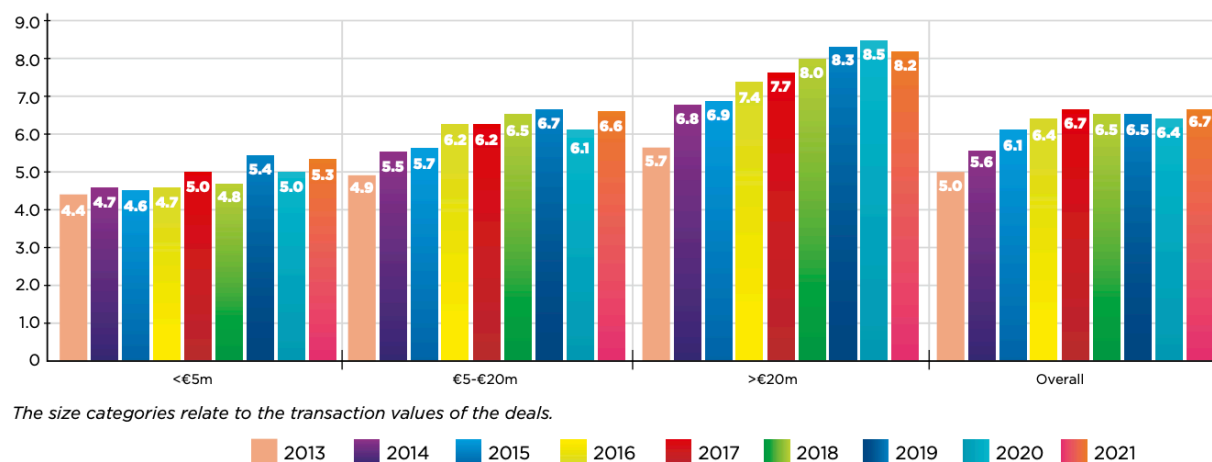
(Source : UNIZO, Graydon Belgium & UCM, 2022).

## Annexe n°7– Évolution du volume total des investissements en immobilisations corporelles des PME en Belgique et par région, 2011-2020



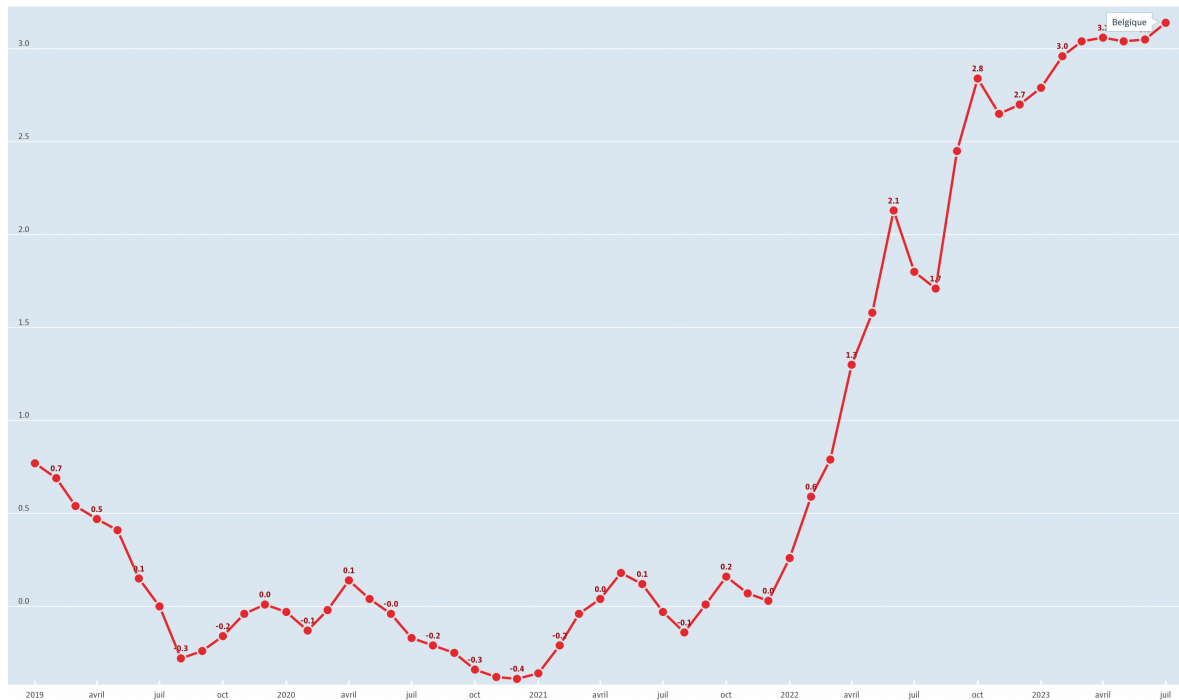
(Source : UNIZO, Graydon Belgium & UCM, 2022).

## Annexe n°8 – Évolution de la valeur du multiple de l'EBITDA par taille de transaction, Belgique, 2013-2021



(Source : Vlerick Business School, 2022).

## Annexe n°9 – Évolution du taux d'intérêt à long terme des obligations d'État belge à échéance 10 ans, 2019-2023



(Source : OCDE, 2023).

## Annexe n°10 – Variations entre 2019-2020, 2020-2021 et 2019-2021 du bêta levered moyen par secteur d'activité en Europe de l'Ouest

Industry Name	Average Levered Beta			Var 2019-2020	Var 2020-2021	Var 2019-2021
	2019	2020	2021			
Restaurant/Dining	0,86	1,39	1,47	62,05%	5,75%	71,38%
Air Transport	1,01	1,54	1,64	52,08%	6,69%	62,26%
Coal & Related Energy	1,10	1,20	1,75	9,32%	45,85%	59,44%
Reinsurance	0,98	1,44	1,49	46,85%	3,39%	51,84%
R.E.I.T.	0,56	0,84	0,84	49,22%	-0,53%	48,43%
Retail (Automotive)	0,82	1,12	1,20	36,84%	6,77%	46,10%
Transportation (Railroads)	0,93	1,19	1,30	28,76%	8,69%	39,95%
Hotel/Gaming	0,97	1,18	1,35	22,05%	14,66%	39,94%
Beverage (Soft)	0,61	0,76	0,84	24,60%	10,65%	37,87%
Real Estate (Operations & Services)	0,49	0,65	0,67	30,99%	3,65%	35,77%
Recreation	0,83	0,97	1,08	17,15%	10,77%	29,77%
Retail (Special Lines)	1,08	1,22	1,32	13,31%	8,22%	22,63%
Real Estate (General/Diversified)	0,72	0,80	0,86	10,84%	7,63%	19,30%
Banks (Regional)	0,50	0,56	0,59	12,72%	5,81%	19,27%
Insurance (General)	0,91	1,06	1,06	16,46%	0,79%	17,38%
Homebuilding	1,04	1,10	1,21	5,29%	10,62%	16,47%
Utility (General)	0,68	0,71	0,78	5,20%	9,63%	15,32%
Brokerage & Investment Banking	0,71	0,70	0,80	-1,03%	14,24%	13,06%
Advertising	0,90	0,94	1,01	4,03%	8,29%	12,66%
Insurance (Prop/Cas.)	0,76	0,75	0,85	-1,87%	13,42%	11,30%
Publishing & Newspapers	0,81	0,88	0,89	9,22%	1,26%	10,59%
Beverage (Alcoholic)	0,60	0,62	0,65	3,89%	5,18%	9,27%
Apparel	1,04	1,11	1,13	6,86%	2,16%	9,17%

	Average Levered Beta					
<b>Industry Name</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Var 2019-2020</b>	<b>Var 2020-2021</b>	<b>Var 2019-2021</b>
Chemical (Basic)	0,92	0,83	0,98	-9,81%	17,47%	5,94%
Environmental & Waste Services	0,97	0,91	1,02	-6,07%	12,19%	5,38%
Retail (Building Supply)	1,00	1,03	1,05	3,09%	1,77%	4,92%
Retail (Distributors)	0,90	0,91	0,94	1,65%	2,72%	4,42%
Insurance (Life)	1,20	1,32	1,25	9,70%	-5,19%	4,00%
Telecom (Wireless)	0,90	0,89	0,93	-1,47%	5,16%	3,61%
Information Services	1,04	1,08	1,08	3,79%	-0,58%	3,19%
Real Estate (Development)	0,79	0,85	0,81	7,81%	-5,40%	1,98%
Business & Consumer Services	1,06	0,98	1,08	-7,06%	9,65%	1,91%
Investments & Asset Management	0,84	0,77	0,85	-8,44%	10,92%	1,56%
Oil/Gas (Integrated)	1,27	1,25	1,29	-1,82%	3,20%	1,32%
Retail (Online)	1,23	1,12	1,24	-9,51%	11,65%	1,03%
Hospitals/Healthcare Facilities	0,75	0,67	0,76	-10,75%	12,77%	0,65%
Food Processing	0,71	0,67	0,71	-5,28%	5,98%	0,38%
Trucking	1,11	1,06	1,11	-4,18%	4,49%	0,12%
Metals & Mining	1,28	1,17	1,28	-8,40%	8,95%	-0,20%
Food Wholesalers	0,78	0,77	0,77	-1,58%	1,06%	-0,54%
Building Materials	1,01	0,91	1,00	-9,89%	9,26%	-1,54%
Power	0,86	0,83	0,84	-3,92%	1,76%	-2,23%
Oil/Gas (Production and Exploration)	1,55	1,42	1,51	-8,30%	6,48%	-2,35%
Transportation	0,96	0,87	0,93	-8,88%	7,13%	-2,39%
Household Products	0,86	0,77	0,84	-10,31%	8,74%	-2,47%
Electrical Equipment	1,34	1,23	1,28	-7,99%	4,26%	-4,07%
Total Market	1,06	0,96	1,01	-9,63%	5,52%	-4,64%
Bank (Money Center)	1,31	1,24	1,25	-5,85%	0,81%	-5,09%
Total Market (without financials)	1,08	0,97	1,03	-10,30%	5,59%	-5,29%
Green & Renewable Energy	0,92	0,90	0,87	-2,50%	-2,97%	-5,40%
Construction Supplies	1,20	1,09	1,13	-9,55%	4,38%	-5,58%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	1,02	0,94	0,96	-7,72%	2,05%	-5,83%
Computer Services	1,05	0,93	0,98	-10,90%	5,06%	-6,39%
Diversified	1,28	1,06	1,19	-17,25%	12,46%	-6,95%
Utility (Water)	0,49	0,43	0,45	-12,30%	5,67%	-7,33%
Engineering/Construction	1,13	0,99	1,05	-12,30%	5,64%	-7,35%
Furn/Home Furnishings	1,13	1,04	1,05	-8,43%	0,84%	-7,66%
Aerospace/Defense	1,30	1,15	1,20	-11,60%	4,14%	-7,94%
Oilfield Svcs/Equip.	1,54	1,29	1,41	-15,75%	9,15%	-8,05%
Tobacco	0,58	0,47	0,53	-17,99%	11,19%	-8,81%
Farming/Agriculture	0,77	0,66	0,70	-14,62%	6,72%	-8,89%
Software (Internet)	1,02	0,75	0,93	-26,17%	23,28%	-8,97%
Telecom. Services	0,77	0,72	0,70	-7,06%	-2,16%	-9,06%
Office Equipment & Services	1,19	1,11	1,08	-7,36%	-2,12%	-9,32%
Electronics (Consumer & Office)	1,36	1,19	1,23	-12,50%	3,30%	-9,61%
Precious Metals	1,13	0,92	1,00	-18,62%	9,53%	-10,87%
Auto Parts	1,70	1,44	1,51	-15,32%	5,14%	-10,97%
Software (System & Application)	1,15	0,88	1,00	-23,30%	13,34%	-13,07%
Steel	1,39	1,18	1,19	-15,15%	1,02%	-14,28%
Entertainment	1,21	0,96	1,03	-20,65%	6,81%	-15,24%
Machinery	1,31	1,04	1,11	-21,06%	6,85%	-15,65%
Drugs (Pharmaceutical)	1,15	0,92	0,95	-19,87%	3,58%	-17,00%
Rubber& Tires	1,26	1,11	1,04	-11,51%	-6,39%	-17,16%
Healthcare Support Services	0,98	0,74	0,79	-24,30%	6,62%	-19,29%
Chemical (Specialty)	1,22	0,98	0,98	-19,29%	-0,01%	-19,29%
Electronics (General)	1,29	0,99	1,04	-23,65%	5,19%	-19,69%
Paper/Forest Products	1,07	0,82	0,85	-23,23%	3,51%	-20,54%
Retail (General)	0,85	0,66	0,67	-22,01%	1,84%	-20,57%
Packaging & Container	1,11	0,84	0,88	-24,64%	5,04%	-20,84%

Industry Name	Average Levered Beta			Var 2019-2020	Var 2020-2021	Var 2019-2021
	2019	2020	2021			
Healthcare Information and Technology	1,12	0,85	0,88	-24,01%	3,38%	-21,44%
Auto & Truck	1,55	1,43	1,22	-7,77%	-14,92%	-21,53%
Software (Entertainment)	1,32	1,05	1,03	-20,37%	-1,80%	-21,80%
Healthcare Products	1,23	0,95	0,95	-23,40%	0,87%	-22,73%
Telecom. Equipment	1,31	0,93	1,01	-28,66%	8,29%	-22,75%
Broadcasting	1,23	0,88	0,95	-28,52%	7,79%	-22,95%
Shipbuilding & Marine	1,43	1,09	1,05	-23,82%	-3,69%	-26,63%
Drugs (Biotechnology)	1,46	1,00	1,06	-31,33%	6,03%	-27,19%
Semiconductor Equip	2,08	1,36	1,49	-34,52%	9,15%	-28,52%
Retail (Grocery and Food)	0,80	0,58	0,57	-26,78%	-2,60%	-28,69%
Semiconductor	1,87	1,23	1,33	-34,27%	8,21%	-28,88%
Computers/Peripherals	1,44	0,95	1,02	-34,19%	7,83%	-29,04%
Chemical (Diversified)	1,79	1,27	1,23	-29,21%	-2,89%	-31,26%
Oil/Gas Distribution	1,28	1,05	0,85	-18,39%	-19,11%	-33,98%
Education	1,31	0,84	0,81	-36,12%	-3,40%	-38,29%
Shoe	2,01	1,11	1,16	-45,03%	4,67%	-42,46%
Cable TV	1,19	0,82	0,55	-31,19%	-33,23%	-54,06%

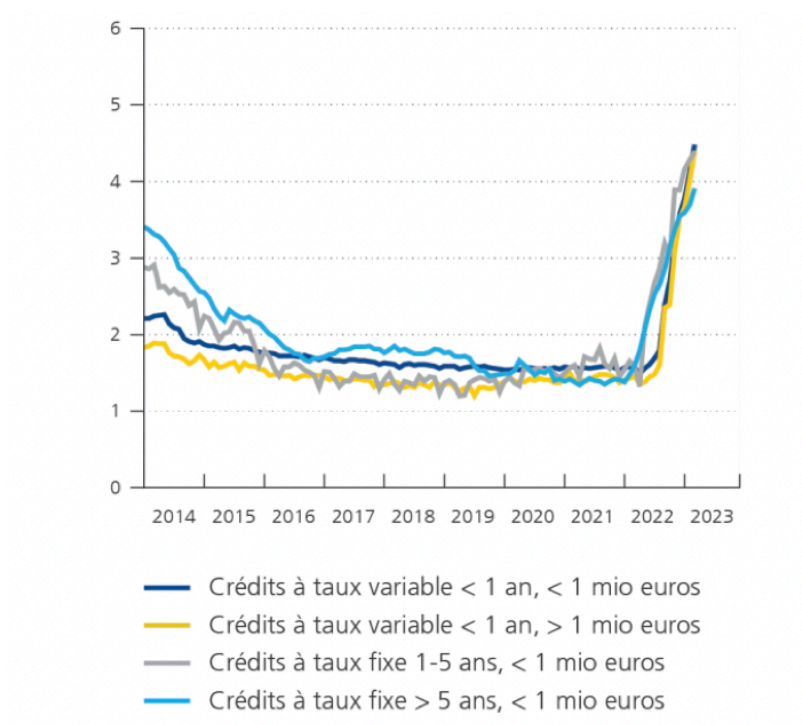
(Source : auteur sur base des données fournies par Damodaran, 2020, 2021, 2022).

## Annexe n°11 – Évolution de la prime de risque de marché moyenne (MRP) et du taux sans risque moyen (RF) par pays, 2018-2023

	Av. 2023		Av. 2022		Av. 2021		Av. 2020		Av. 2019		Av. 2018	
	RF	MRP	RF	MRP	RF	MRP	RF	MRP	RF	MRP	RF	MRP
USA	3,8	5,7	2,7	5,6	1,8	5,5	1,9	5,6	2,7	5,6	2,8	5,4
Spain	3,5	6,6	2,1	6,7	1,0	6,4	1,3	6,3	1,7	6,4	2,1	6,7
Argentina	29,6	28,1	28,4	29,9	24,2	17,4	12,3	17,3	10,1	14,9	9,3	13,9
Australia	3,8	6,2	3,4	6,3	2,6	6,4	2,4	7,9	2,8	6,5	3,1	6,6
Austria	2,7	6,8	1,8	5,8	0,6	5,9	0,9	6,2	1,3	6,1	2,0	6,2
Belgium	3,8	6,4	1,4	5,8	0,6	5,9	0,9	6,2	1,2	6,2	1,6	6,2
Brazil	12,2	9,3	10,3	9,8	6,5	7,7	4,8	7,9	7,2	8,2	7,3	8,4
Canada	3,5	6,0	2,8	5,7	1,9	5,6	1,8	5,7	2,5	5,8	2,9	5,8
Chile	4,9	6,9	5,7	7,4	3,9	6,3	3,6	6,6	4,2	6,3	4,1	6,1
China	4,2	8,6	3,9	8,7	2,8	6,2	3,1	6,7	4,0	7,5	3,8	6,3
Colombia	11,6	9,0	9,8	6,7	6,9	6,9	6,3	8,2	6,2	7,7	6,7	8,7
Czech Rep.	4,3	6,6	4,1	6,0	2,0	5,8	1,8	6,4	2,4	6,3	2,6	5,9
Denmark	2,9	6,2	1,4	5,8	0,7	5,8	0,9	6,1	1,2	6,0	1,6	6,0
Finland	3,2	6,2	1,4	5,6	0,6	5,9	1,0	6,5	1,1	6,2	1,7	5,9
France	3,0	6,0	1,3	6,3	0,8	5,8	0,8	6,2	1,2	6,0	1,6	5,9
Germany	2,5	5,7	1,2	5,7	0,6	5,8	0,8	5,8	1,1	5,7	1,4	5,3
Greece	4,1	10,9	1,6	6,6	0,9	6,9	6,4	12,7	4,3	15,4	4,8	15,8
Hungary	8,3	8,4	4,9	6,7	3,3	7,1	3,1	7,4	4,0	7,9	3,6	7,9
India	7,1	8,5	5,6	6,9	5,6	7,3	4,8	7,0	6,5	8,3	6,8	7,9
Indonesia	6,9	8,0	5,5	7,7	5,9	7,0	6,3	7,6	7,2	9,0	6,8	8,8
Ireland	2,9	6,7	1,5	5,8	0,7	5,9	1,3	6,6	1,4	6,0	1,6	6,5
Israel	3,9	6,9	2,7	6,0	1,1	5,7	1,5	6,3	2,0	6,4	1,9	5,8
Italy	4,0	7,1	1,7	6,0	1,0	6,0	1,3	6,2	1,6	6,3	2,3	6,1
Japan	1,1	6,1	0,5	5,9	0,5	5,2	0,9	6,2	1,1	6,1	0,3	5,7
Korea (South)	2,9	6,4	3,7	6,0	2,4	5,9	2,0	6,1	2,5	6,6	2,4	6,4
Mexico	8,3	7,7	7,4	7,4	5,8	6,4	5,4	8,3	7,1	8,3	6,8	8,5
Netherlands	3,0	5,6	1,3	6,2	0,9	5,8	1,6	5,9	1,3	6,0	1,7	5,8
New Zealand	4,7	6,3	3,8	5,7	2,0	6,0	2,4	6,2	3,0	5,9	3,1	5,8
Norway	3,4	5,8	1,7	5,8	1,8	5,4	1,2	5,8	1,4	6,0	2,4	5,7
Peru	6,5	8,4	6,4	6,9	4,3	6,8	3,7	7,0	5,6	7,5	5,3	7,3
Poland	6,1	7,2	4,0	5,7	2,7	5,5	2,4	6,6	3,1	6,6	3,4	6,0
Portugal	3,4	8,2	1,6	6,2	1,4	6,8	1,6	7,1	2,6	7,5	3,2	7,2
Russia	9,4	18,2	5,8	14,2	5,7	8,1	5,9	7,8	8,3	8,5	7,8	8,7
South Africa	9,4	8,7	9,1	7,3	8,1	7,0	6,7	7,9	8,0	8,4	7,6	6,9
Sweden	1,9	5,7	1,4	6,0	0,9	7,5	1,0	6,1	1,3	6,1	1,8	7,1
Switzerland	1,7	5,6	1,4	5,8	0,1	5,2	0,9	6,1	1,1	6,2	1,1	6,9
Thailand	3,0	8,1	3,1	7,0	2,2	7,3	4,5	5,7	3,1	8,2	3,5	8,9
Turkey	14,4	18,3	22,6	11,0	17,7	9,5	10,9	10,3	11,2	9,6	10,3	7,7
UK	3,9	6,0	2,4	6,1	1,3	5,6	1,1	5,8	2,1	6,2	2,0	5,5
Uruguay	8,3	9,3	5,4	7,3	4,2	7,1	6,1	9,1	4,4	8,4	5,3	8,3
Venezuela	34,8	29,5	32,7	26,1	40,4	19,8	11,4	23,1	12,6	23,7	11,7	16,9

(Source : Fernandez et al., 2023).

## Annexe n°12 – Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux entreprises, Belgique, 2014 – 2023



(Source : BNB, 2023).

## Annexe n°13 – Guide d'entretien

1. Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?
2. Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?
3. Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?
4. A quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité et de localisation ?
5. Comment définiriez-vous la due diligence financière ?
6. Quel est(sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?
7. Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?
8. Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?
9. De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?

10. La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?
11. Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?
12. Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-t-elles été intégrées dans vos évaluations ?
13. Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?
14. Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-t-elles été intégrées dans vos évaluations ?
15. Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?
16. Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?
17. En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?
18. La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?
19. Avez-vous personnellement utilisé, de manière générale, des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?
20. Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?
21. En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?

## Annexe n°14 – Retranscriptions des entretiens

Entretien n°1	Daniel Kroes	27/06/2023
---------------	--------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?**

*Tu peux divulguer mon identité mais c'est Daniel Kroes, et pas [X]. J'ai été président de l'Institut donc tu peux dire Président Honoraire de l'Institut des Réviseurs d'entreprises.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la due diligence et la valorisation ?**

*J'ai commencé à travailler en 1986. J'ai toujours réalisé des due diligences, mais pendant de nombreuses années, j'ai effectué beaucoup d'audits, de missions de commissaire. Depuis 1986, j'ai toujours régulièrement réalisé des missions de due diligence. Une mission de due diligence est un contrôle. C'est un petit peu différent par rapport à la mission de commissaire classique, mais cela reste un contrôle. Depuis 5 ans, je ne fais plus que des due diligences avec des valorisations et des accompagnements de cessions d'entreprises. Je le fais depuis 35 ans, mais de façon plus intense depuis 5 ans.*

**À quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité et de localisation ?**

*/*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*La due diligence financière valide les éléments financiers essentiels nécessaires à la prise de décision en matière d'acquisition. Concrètement, le réviseur doit valider le bilan, le compte de résultats, ainsi que l'EBIT et l'EBITDA, qui sont des éléments clés pour la valorisation et le prix. Il doit aussi valider l'endettement net afin de calculer le prix des actions.*

**Quel est (sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

*Dans la pratique, il est fréquent que le client se fasse déjà une idée du prix et ait déjà signé une lettre d'intention avant la mission de due diligence. Nous allons réaliser nos procédures et examiner si nous trouvons des informations qui remettent en cause les éléments qui ont été utilisés pour déterminer la valeur de la société.*

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*La méthode qui est quasiment toujours appliquée, lorsque nous avons un vendeur, un acheteur et la banque pour le financement, c'est la méthode du multiple de l'EBITDA. Nous appliquons une deuxième méthode, qui part des fonds propres et dans laquelle nous allons intégrer les valeurs non exprimées comme la valeur d'un portefeuille client, le savoir-faire du personnel, etc. pour avoir un deuxième point de repère. Ce sont vraiment les méthodes qui sont utilisées dans la vraie vie. Toutes les autres méthodes sont des méthodes théoriques.*

- **Perrine** : la méthode des flux de trésorerie actualisés, vous ne l'utilisez jamais ?

*Non, quasiment jamais. En fonction des hypothèses, les arbres montent jusqu'au ciel. Nous faisons des valorisations pour de vraies transactions. La plupart du temps, les gens prennent l'EBITDA des deux ou trois dernières années et en font la moyenne pour le calcul de la valeur d'entreprise. Le problème des cash-flows c'est qu'une société a peut-être fait ces 10 dernières années, 3 années de perte, et dans le*

*modèle de cash-flow, sur les 10 années qui suivent et pour la valeur terminale, ils ne font plus jamais de perte. La méthode du cash-flow arrive très souvent à une valeur nettement supérieure à la valeur du multiple de l'EBITDA. La méthode des cash-flows sera utilisée dans des secteurs plus spécifiques tels que les assurances, les banques ,...*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

*A partir du moment où je travaille sur base du multiple de l'EBITDA, en règle générale, je n'utilise pas une décote. Les multiples évoluent en fonction de la taille, et en fonction du secteur. Nous nous référons à des bases de données : Vlerick, Sowalfin, Epsilon... J'ai des multiples qui proviennent de plusieurs sources, et en fonction du dossier, je me positionne sur la valeur du multiple. De facto, j'utilise une certaine décote, mais je ne mets pas -20%. La décote est intégrée dans le multiple.*

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*Réaliser une valorisation sur la base d'un passé stable est toujours plus facile. L'arrivée du Covid-19, de la guerre en Ukraine, etc., a compliqué les choses. Certaines sociétés ont profité du Covid. Par exemple, mon dossier de jus de fruit bio, car quand les gens étaient confinés, ils voulaient vivre sainement et ils mangeaient et buvaient bio. En 2020, les résultats ont cartonné. C'est une société qui a été impactée favorablement par le Covid. Maintenant, étant donné que la vie est devenue très chère, les gens achètent moins de bio. À l'inverse, certaines sociétés ont fort souffert. D'ailleurs, pendant mon temps libre, je suis juge au Tribunal de l'entreprise, et j'ai régulièrement des faillites ou des PRJ de restaurants assez connus en Belgique. De plus, certaines sociétés, grâce au chômage économique, malgré une baisse de chiffre d'affaires, ont fait un résultat meilleur que si elles avaient fonctionné normalement. Si je prends l'exemple de ma société bio, quand nous avons réalisé notre valorisation, nous avons pris 3 ans, donc également la bonne année, mais elle a été diluée car nous avons fait une moyenne de 3 ans. De manière générale, quand l'année est trop impactée par le Covid, nous la sortons de la base de la valorisation. C'est principalement de cette manière que nous avons réalisé nos valorisations. Dans le compte de résultats de l'année impactée par le Covid, il y a des choses qui sont claires, mais la perte de chiffre d'affaires est parfois difficile à quantifier. Nous pouvons dire qu'en 2019, nous avons 1.000.000€ de chiffre d'affaires. En 2021, nous avons 700.000€, donc le Covid nous a coûté 300.000€. Mais peut-être que si 2021 avait été une année normale, nous serions passé de 1.000.000€ à 1.100.000€, et donc que la perte s'élève à 400.000€. Très souvent, nous avons mis l'année Covid sur le côté, ou bien, nous l'avons diluée dans une moyenne.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*Étant donné que nous travaillons beaucoup sur la méthode du multiple de l'EBITDA, le bilan n'impacte pas de manière directe notre valorisation. Nous avons parfois eu des discussions dans des missions de due diligence concernant des réductions de valeur, mais cela n'a pas été un sujet transcendant.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?**

*L'HoReCa, le vestimentaire, la logistique, etc., ont connu une chute pendant la période du Covid. En revanche, le secteur alimentaire, les commerces bios, le secteur du digital, le secteur pharmaceutique, etc. ont bien fonctionné. Ce sont plutôt les secteurs traditionnels, l'HoReCa, le vestimentaire, etc. qui ont fort souffert.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*En général, nous utilisons une moyenne ou alors nous excluons l'année Covid.*

- **Perrine** : Il n'y a pas de variations durables ?

*Si, pour certains secteurs, il existe une nouvelle normalité. Par exemple, le secteur vestimentaire continue de souffrir et peine à retrouver son niveau d'avant Covid. De plus, dans la foulée du Covid, nous avons la guerre en Ukraine, la forte inflation, les prix de l'énergie... Je siège en procédure de réorganisation judiciaire, et une chaîne de magasins de vêtements a demandé un gel de ses dettes. Certains secteurs ont souffert, majoritairement les secteurs traditionnels, sauf l'alimentaire.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*Nous avons réalisé une mission dans une société en France, où un client belge a racheté une société en France dans le petit électroménager. Premièrement, il y a eu un problème d'approvisionnement, parce qu'il n'y avait pas de pièces, pas de matières premières, etc. Voyant venir soit la hausse des prix soit les difficultés d'approvisionnement, ils ont surstocké pour pouvoir avoir les matières premières et les produits. Deuxièmement, lors de l'importation depuis la Chine, les prix des conteneurs pour le transport des marchandises ont explosé. Dans nos valorisations, d'une manière générale, nous avons considéré ces augmentations comme la nouvelle normalité, sachant que normalement, dans une certaine mesure, la société a transféré sur le client cette augmentation de prix en augmentant ses prix de vente. Nous n'avons pas normalisé les coûts d'approvisionnements, et nous n'avons pas non plus de pression des clients pour normaliser. Le Covid et la guerre en Ukraine sont venus donner un grand coup de pied dans la fourmilière et ont rendu les choses plus compliquées.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Nous avons procédé de deux manières différentes : soit nous avons normalisé ces charges sur base de l'année précédente, c'est-à-dire 2019, soit nous n'avons pas tenu compte de l'année en question.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

*C'est très difficile à éliminer tous les impacts de la pandémie. Reprenons le même exemple, nous pouvons dire qu'en 2019, nous avons 1.000.000€ de chiffre d'affaires. En 2021, nous avons 700.000€, donc le Covid nous a coûté 300.000€. Mais peut-être que si 2021 avait été une année normale, nous serions passé de 1.000.000€ à 1.100.000€, et donc que la perte s'élève à 400.000€. Nous ne pourrions jamais connaître le chiffre d'affaires réel en 2020 s'il n'y avait pas eu le Covid. Nous pouvons faire des estimations, mais parfois c'est tellement compliqué, qu'il est préférable de mettre l'année Covid sur le côté.*

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation à la baisse ou à la hausse du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

*Par exemple, une société produit des emballages en plastique et en carton pour mettre des produits. Cette société a acheté beaucoup de stocks car elle voyait venir la hausse des prix et les problèmes*

*d'approvisionnements, et s'est retrouvée avec un stock très élevé. En règle générale, en tout cas dans le secteur des PME, nous n'avons pas eu de gros impacts sur les délais de paiement clients ou fournisseurs.*

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Nous avons eu des dossiers où nous avons des retards d'investissements, et nous avons corrigé la valeur des actions en tenant compte de ce retard d'investissements. Par exemple, il y a 2 ans, nous avons accompagné la cession d'une société qui avait des camions qui transportent de l'oxygène. Ce n'est pas le secteur avec les multiples les plus élevés, et nous nous basons sur un multiple de 4,5. L'acheteur propose 3,5. Nous discutons, et nous arrivons à un multiple de 4. Mais, l'acheteur a déduit un montant pour retard d'investissement, car le vendeur, sachant qu'il allait vendre, a décidé de ne plus renouveler ces camions. Sachant que 4 camions devaient être remplacés, l'acheteur a déduit les investissements en CAPEX de la valeur.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*Même quand le Covid n'existe pas, personne ne peut prévoir l'avenir. Avant que Delhaize ne soit dans tous ces remous, jusqu'il y a quelques années, quand le marché des supermarchés était stable, historiquement, le chiffre d'affaires de Delhaize augmentait un petit peu en fonction de l'inflation. Faire des projections pour Delhaize était relativement simple, car la même logique que celle des dix dernières années devait être appliquée. Quand nous sommes dans des start-ups ou dans des sociétés dans des secteurs d'activité plus fluctuants, c'est beaucoup plus difficile. En fonction des circonstances, nous nous montrons relativement prudents dans les prévisions. Personnellement, j'attache beaucoup d'importance au passé. Je mets l'année Covid de côté et je me réfère aux années 2018, 2019 - 2020 et 2021 sont des années Covid - et 2022 le retour à la normale. Si les prévisions sont plus ou moins en ligne avec le passé, cela me paraît raisonnable. Nous pouvons avoir éventuellement plus, à partir du moment où un nouveau contrat a été signé.*

- **Perrine** : utilisez-vous différentes hypothèses ?

*Parfois, il est complexe de valoriser une entreprise. Par exemple, jusqu'à fin 2021, une société réalisait un EBITDA d'environ 1 500 000 €. Depuis 2022, l'EBITDA est passé à 7 000 000 €, et en 2023, il est de 5 000 000 €, mais l'EBITDA doit rediminuer à l'avenir. Là, je réalise une analyse de sensibilité. Dans cette analyse, je prends l'EBITDA des trois dernières années, l'EBITDA des deux dernières années, etc. Je fais également varier le multiple, et je crée un tableau avec plusieurs valeurs, en essayant de rester dans une fourchette raisonnable. Et je dis : nous verrons aussi ce que les repreneurs potentiels sont prêts à offrir. En fonction des dossiers, il faut aussi un petit peu sentir la valorisation. Quand le client attend une valeur très élevée, il faut le gérer, le mettre devant la réalité, mais il ne faut pas valoriser trop bas non plus.*

**Avez-vous personnellement utilisé de manière générale des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Nous sortons d'une période dans laquelle le M&A avait le vent en poupe. Le Covid a mis la pression sur les multiples. Nous voyons clairement que nous sommes arrivés à un plateau, et que nous sommes plutôt dans une phase de baisse que d'augmentation. Cependant, la valeur d'entreprise, c'est à la fois le multiple, mais également l'EBITDA.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**

/

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*Aujourd'hui, je ne pense pas car le Covid n'est plus à l'ordre du jour. Mais, nous avons eu de gros changements dans la société. Le Covid a eu un impact, par exemple, sur le secteur de l'HoReCa, le secteur vestimentaire, et nous ne revenons pas au niveau d'avant. Les achats sur Internet peuvent aussi jouer, car la Belgique était un petit peu à la traîne historiquement avant le Covid. Nous avons un petit peu rattrapé le retard sur les autres pays, et nous achetons beaucoup plus sur Internet. Cela a aussi un impact sur d'autres secteurs. Il y a plein de facteurs, donc c'est difficile. Aujourd'hui, nous sommes plus inquiets par l'inflation élevée que par le Covid. De plus, dans certains secteurs, depuis le Covid, ils n'ont plus assez de personnel, comme les restaurants par exemple. Le Covid a eu un impact durable sur les entreprises, mais le message est aussi qu'il y a eu d'autres éléments très importants, la guerre en Ukraine, les prix de l'énergie, l'inflation, etc. qui ont influencé l'économie. Aujourd'hui, nous sommes plus prudents lorsque nous effectuons une évaluation.*

Entretien n°2	Antoine Renier	29/06/2023
---------------	----------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?**

*Tu peux divulguer mon identité, pas de problème.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?**

*Je dirais 10 ans.*

**A quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité, et de localisation ?**

*Nous avons des mandats d'acheteurs et des mandats de vendeurs. Au niveau des acheteurs, nous distinguons deux types : des particuliers qui souhaitent racheter une société et s'y investir, et des acheteurs plutôt stratégiques, qui sont des sociétés qui souhaitent grandir par l'acquisition d'autres sociétés. Ce sont réellement les deux types d'acheteurs que nous accompagnons. En ce qui concerne les vendeurs, c'est plus simple, car c'est quelque part toute société qui correspond aux critères de secteur, de taille et de localisation, et qui souhaite céder. Au niveau de la localisation, nous sommes plutôt Région wallonne et Bruxelles. Nous constatons quand même que nous avons une majorité de clients qui sont dans la province de Liège. Au niveau des secteurs, nous sommes très focalisés sur l'industrie et la construction, avec quand même, malgré tout, pas mal de sociétés de services aux entreprises. Nous n'avons pas d'exclusions, mais nous essayons de capitaliser sur nos expériences au niveau industrie et construction. Au niveau de la taille, je dirais que c'est en mouvance permanente parce que nous avons débuté avec des plus petites sociétés, comme tout le monde, et là, nous sommes en train de monter en gamme. Aujourd'hui, nous devons être entre 1 million et 20 millions de valeur d'entreprise. C'est plus ou moins la tranche. Nous avons des sociétés légèrement plus grosses et des sociétés légèrement plus petites, que nous avons prises car, quand c'est des plus grosses, c'est évident, mais quand c'est des plus petites, c'est parce que nous sentons qu'il y a quelque chose.*

- **Perrine** : vos clients restent-ils dans la catégorie des PME ?

*Oui, c'est clairement PME.*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*L'évaluation est un exercice que nous réalisons sur base des informations que nous transmettent la fiduciaire et le comptable. Nous analysons la société au niveau notamment financier, nous estimons la valeur de l'entreprise et des actions, etc. Finalement, c'est le point de départ d'un processus de cession. C'est là, où finalement, il y a énormément de métiers sur lesquels nous devons pouvoir compter pour défendre les hypothèses, etc. La due diligence financière est plus loin dans le processus. Quelque part, nous avons déjà contacté des acheteurs et les acheteurs ont remis des offres avec la fameuse condition de tenir un audit. De nouveau, si je ne me trompe pas au niveau des terminologies puisque parfois c'est différent, la due diligence financière, telle que tu me demandes de la décrire, est la partie durant laquelle l'acquéreur vérifie premièrement que l'ensemble des chiffres transmis jusqu'à présent sont corrects, complets, etc., et deuxièmement, qu'il n'y ait pas de petites choses cachées volontairement ou non.*

**Quel est (sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

*Si au niveau de la due diligence, nous constatons qu'il y a des choses qui étaient inexactes, de nouveau volontairement ou pas, certaines découvertes n'auront pas d'impact directement sur la valeur, et à l'inverse, il est tout à fait possible que d'autres découvertes aient un impact sur la valeur. À ce moment-là, forcément, nous rediscutons de la valorisation.*

- **Perrine** : Est-ce que pour vous, la due diligence financière est indispensable pour réaliser une valorisation ?

*La due diligence financière est essentielle pour confirmer la valorisation, mais pas pour la réaliser.*

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*Nous utilisons les trois méthodes de valorisation dont tu as parlé. Je ne dirais pas à chaque coup, mais nous utilisons ces trois méthodes de manière générale. En fonction des cas de figure, nous en excluons une ou l'autre. Parfois, je dirais même deux sur trois. Typiquement, les sociétés qui se portent plutôt bien et qui sont plutôt en croissance vont être plus valorisées sur base des méthodes de rendement, donc multiple de l'EBITDA et DCF. Les sociétés qui sont en déclin, ou en tout cas qui n'ont pas forcément un avenir radieux telles qu'elles existent aujourd'hui, nous avons plutôt tendance à les valoriser sur base d'un actif net réévalué. Ici, je parle vraiment du stade de maturité de la société et de son marché.*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

*Oui. Mais de combien, c'est quelque part toute la difficulté, et ce pourquoi des experts se chargent de ça pendant des jours et des jours. C'est justement pour approcher cette décote « d'illiquidité », peu importe comment nous l'appelons, mais qui fait finalement la différence entre des multiples et des tendances de marché boursier et l'analyse de la PME wallonne de 20 personnes du coin qui est premièrement, très difficilement comparable, et deuxièmement, certainement pas comparable à des sociétés cotées en bourse. C'est tout le challenge, et nous l'approchons avec des cas de terrain, des tendances de marché. Il y a encore un nouveau rapport qui est sorti de Wallonie Entreprendre dans lequel on discute de cette décote. Il n'y a pas de science exacte.*

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*La première chose, c'est que forcément c'est toujours en décalage. Quand nous valorisons en 2020 une société, c'est sur base de ses comptes de 2019. Si on exclut les secteurs minoritaires qui ont profité de la crise plutôt que d'en souffrir, donc je dirais dans le cas général des sociétés qui se sont moins bien portées, en 2020, on a simplement un warning en disant que les comptes que nous analysons, à savoir les derniers de 2019, ne seront certainement pas les mêmes en 2020 et point d'interrogation sur 21, 22, 23. C'était très compliqué. Nous n'avons pas eu le choix de dire qu'aujourd'hui, sur base des comptes 19, la société vaut autant, mais demain nous n'en savons rien. Nous avons tout simplement, je ne vais pas dire botter en touche, mais en fonction des cas, nous nous sommes vraiment dit que nous avons besoin de voir où cela nous mène pour pouvoir adapter la hauteur du curseur. Après, pour les années 21 et 22, cela commençait à s'éclaircir, mais en même temps pas trop. Jusqu'en 21, nous sommes partis du principe que les comptes 2020 étaient à considérer avec prudence, et en même temps, nous sentions que nous allions devoir faire avec pendant encore 2, 3 ans. Finalement, cela s'est assez vite cleané en 22. Quelque part, nous nous sommes dit que les entreprises deviennent ce qu'elles sont devenues pendant la période Covid, et donc ce que nous considérions comme très exceptionnel au début, nous avons eu tendance plutôt à l'intégrer en disant voilà effectivement c'est un peu plus difficile, mais la société génère ça aujourd'hui. La question à ce moment était pour la contrepartie de se dire, soit on estime que cela va être mieux demain et il y a un pari à faire, soit les parties les plus frileuses se disent qu'elles vont attendre de voir où ça nous mène réellement avant de se positionner.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*Typiquement, il y a une vraie différence entre valorisation et due diligence financière. Au niveau bilantaire, pour l'application surtout de la méthode de l'actif net réévalué, bien qu'il y ait des impacts bilantaires dans les deux autres méthodes avec le pont entre valeur d'entreprise et valeur d'action, ce qu'il s'est surtout passé, c'est que certaines entreprises ont soit gagné moins d'argent, soit en ont perdu donc se retrouvent avec des fonds propres plus faibles. C'est un des impacts bilantaires que nous constatons sur la valorisation. Après, les aspects bilantaires, pour moi, sont simplement analysés au cas par cas. L'immobilier qui est moins utilisé, ce n'est pas pour autant qu'il a moins de valeur. En revanche, des stocks, et notamment des stocks qui ont une durée de vie assez courte, se retrouvent d'une part, non-vendu pour partie, mais en plus de ça, on peut se poser la question de la valorisation du stock et se dire ce qui valait 500 hier ne vaut plus que 300, et peut-être dans un an, ne vaudra plus que 100, en fonction de la nature des stocks. Au niveau de l'exercice de valorisation, nous allons finalement émettre une série d'hypothèses. À ce stade-là, nous n'avons pas beaucoup de moyens de contrôler la véracité de l'information, donc nous disons que le stock vaut toujours 500 sous condition qu'il puisse être vendu avec les mêmes taux de marge passées, et en due diligence financière, nous vérifions tout cela. Notamment, la question des créances, il y en a qui sont peut-être non payées, mais la plupart du temps, en tout cas moi ce que je constatais, c'est que la plupart des gens ont continué à honorer leurs paiements. Pour celles qui n'étaient pas payées parce que le débiteur est en difficulté, on se pose la question de savoir si elles vont être finalement payées. La due diligence va permettre d'analyser ligne par ligne chaque créance et mettre une hypothèse sur la récupérabilité de la créance. Quelque part, c'est un exercice qui se fait toujours. Pour le bilan, à part la perte d'argent qui a forcément fait fondre les fonds propres, les réserves etc., l'ensemble des lignes d'actifs et de passifs doivent, comme toujours, être analysées avec un focus particulier sur la question du stock quand l'activité est en baisse.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?**

*Il n'y a pas de grandes surprises. Ceux qui s'en sont bien sortis, ce sont plutôt les secteurs de la construction au sens très large, et les grandes surfaces. La majorité des autres secteurs s'en sont moins bien sortis. De nouveau, il y a des cas contraires, et c'est très difficile d'établir des tendances larges. Tout ce qui a été fermé et considéré comme non essentiel à l'époque a forcément beaucoup souffert. Les sociétés types de services, similaires à la nôtre, n'ont pas vraiment souffert du fait de ne pas pouvoir travailler, mais elles ont, en revanche, eu des contrats plus difficiles à honorer. En cas d'incertitude, souvent nous essayons de revenir, en tant que consommateurs, sur des petits plaisirs ou des extras, donc tous ces prestataires de services ou vendeurs de produits hauts de gamme se sont aussi cassé les dents. Pour le post-covid, je dirais que tout a plus ou moins repris rapidement. Cependant, pour le coup, la construction qui s'en sortait bien a pris un petit coup avec les histoires de matériaux, puis l'énergie qui a explosé, puis l'indexation, puis l'Ukraine. Il y a quand même des crises partout.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*C'est une bonne question. Nous devons nous poser la question de savoir si c'est one-shot ou si cela va avoir des répercussions à long-terme, et si ces répercussions à long terme vont durer car le business model a vraiment été touché dans sa chair et a perdu de sa valeur, ou s'il y a un phénomène d'inertie qui fait que cela prend du temps à remonter. Nous avons vu pas mal de dossiers pour lesquels les chiffres 2020 étaient très mauvais. Nous avons rapidement tendance à les mettre de côté, mais finalement, ces mauvais chiffres ont profité à l'exercice 2021. Tout le monde a profité de 2020 pour mettre toutes ces pertes dans ces comptes, et bizarrement, beaucoup ont sorti une année 2021 exceptionnelle. Nous constatons qu'une partie des profits de 2021 correspond à 2020. Nous devons faire preuve de beaucoup de vigilance sur le fait de dire que simplement, nous allons faire comme si 2020 n'existait pas car nous nous retrouvons avec un 19 et un 21 qui est, à la limite, parfois encore meilleur que le 19. Nous devons*

*faire beaucoup d'analyses secteur par secteur, et même dans les entreprises, au cas par cas pour se poser la question de savoir ce qu'il se passera demain. 20 et 21 doivent être analysés de très près et 22 donne souvent une idée claire si nous nous sommes trompés sur la lecture de 20 et 21.*

- **Perrine** : vous ne faites pas forcément une moyenne des chiffres des 3 années précédentes ?  
*De nouveau, cela dépend vraiment des secteurs. Entre 20 et 22 où il y a également eu d'autres crises, certains nous disent que les derniers chiffres corrects sont ceux de 2019. Nous sommes en 2023, la vie a complètement changé. Nous sommes obligés un moment de prendre des hypothèses, que ce soient des moyennes ou des moyennes pondérées, car un moment, il faut trancher. L'objectif est, à chaque fois, de se dire à quoi s'attendre en 2023, en 2024... car l'analyse du passé permet de comprendre comment se déroule le futur. Un moment, nous devons faire des arbitrages entre ce que l'on nous dit, entre ce que l'on observe, ce qu'est le marché sur lequel la société opère... Il faut un moment taper dedans et prendre une position.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*C'est au cas par cas. Pour les fournisseurs, il y a eu un double problème : un problème de prix et un problème de délais. Certains payaient plus cher pour être livrés plus vite, et d'autres ont raté des contrats mais ont payé, je ne dirais pas le bon prix car cela restait trop cher dans certaines entreprises. Pour les sociétés qui ont réellement souffert de l'approvisionnement à cause du Covid, même si le problème de matériaux arrive juste derrière, dans les deux cas, c'est difficile de poser une hypothèse là-dessus. Cela a été soit plus cher, soit acheté plus tard, donc à ce moment-là, nous l'intégrons comme une faiblesse des années précédentes. Sauf à démontrer qu'il y a de grands espoirs que la situation change, nous nous basons sur la tendance observée pendant la pandémie.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Pour les charges de personnel, ce n'est pas au cas par cas. Les charges de personnel liées à la pandémie sont exclues car parfois, pour les sociétés qui ont beaucoup de personnel et qui étaient en baisse d'activité même avant le Covid, cela a été une aubaine d'avoir ce chômage économique. Il y a un vrai clean à faire de cet élément RH, que ce soit en plus par des indemnités, ou en moins en raison du chômage économique. Pour le plan financier dans la méthode DCF, nous regardons le coût de personnel par rapport au volume d'activité.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

*Le Covid a été une bonne excuse pour beaucoup. Plein de sociétés qui n'allaient quand même pas très bien ont profité du Covid pour justifier tous les maux. Et comme je dis, 2019 est un autre monde, nous sommes désormais en 2023. Nous ne pouvons plus objectivement valoriser une entreprise sur base de 2019. Il faut accepter que la crise soit devenue, entre guillemets, un paramètre presque quotidien, car quand ce n'est pas le Covid, ce sont les prix des matériaux, la crise de l'énergie, l'indexation et la guerre en Ukraine, et demain, il y en aura encore plein d'autres. Nous ne pouvons pas faire abstraction de tout. La question est peut-être de relativiser certains aspects, car certains ont plutôt souffert au niveau de la rentabilité alors qu'ils gardaient le même volume et le même chiffre d'affaires. La grande question, c'est de se demander si, au niveau de la structure des coûts, nous pouvons raisonnablement penser que nous allons retomber sur quelque chose de similaire à avant. Par exemple, cette histoire d'indexation, il y a en plein qui ont pris 10% en charge et qui ne pourront pas répercuter 10% en produit. Pour ceux*

*qui ont une grosse rémunération, cette indexation vient vraiment manger la marge historique. C'est beaucoup trop simple de dire que nous oublions tout. De là à dire que nous ne pouvons pas corriger des petites choses, ce n'est pas vrai non plus. Nous pouvons le faire, mais avec parcimonie. De plus, un EBITDA normalisé est à considérer avec le multiple. Je veux bien être très prudent dans les corrections de l'EBITDA et mettre un gros multiple, ou normaliser l'EBITDA pour qu'il soit le plus haut avec un multiple plus faible.*

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation à la baisse ou à la hausse du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

*Au niveau des stocks, en mars, avril et mai, il y a vraiment eu une incertitude qui a gelé beaucoup de choses. Certes, le stock est resté à niveau car il n'était plus vendu mais en même temps, les entreprises n'achetaient plus. Quelque part, le BFR était le même, mais avait subi deux variations, car il n'y avait plus de sorties, mais il n'y avait plus d'entrées. Si on considère le BFR global avec les créances et les dettes, souvent quand l'activité freine, le BFR diminue car on rembourse tout le monde et on est payé. A mon avis, les créances et les dettes en juin, juillet et août étaient assez faibles pour ceux qui n'ont pas profité de cette crise pour ne pas payer leurs factures. Comptablement, le stock était toujours important. Après de nouveau, les ventes en ligne ont boomées, donc c'est très difficile d'établir des grandes tendances. Pour une boîte classique active dans l'industriel, en juillet-août, elle n'avait plus de dettes ni de créances, elle avait un stock toujours présent, mais la question est de savoir si je vais toujours pouvoir le vendre. Fin 2020, l'activité a repris. Certainement pas avec des hauteurs de créances et des dettes de février 2020. Je ne pense pas qu'il y ait eu d'impacts durables sur le BFR, car quand l'activité freine, le BFR freine et quand l'activité reprend, il remonte.*

- **Perrine** : dans votre méthode DCF, quand vous calculez les variations de BFR, il n'y a pas eu de changements importants ?

*Ça dépend, certains analysent le BFR mois par mois. Cependant, il faut avoir les chiffres disponibles. En PME, c'est très difficile d'avoir un niveau de stock à jour, et encore moins, un niveau d'en-cours. Nous pouvons demander des chiffres par mois, mais cela me paraît difficile. Personnellement, nous analysons le BFR sur base annuelle. Si nous nous étions retrouvés avec la période Covid en septembre, octobre, novembre et décembre, effectivement, l'analyse du BFR fin 2020, il fallait l'oublier. Le fait est qu'ici, fin 2019, nous étions sur une situation normale, et fin 2020, nous avons encore des répercussions, mais les activités étaient relancées en grande partie. Il n'y a pas eu de stress particulier sur l'analyse du BFR, et notamment, au niveau de la DCF, nous repartions sur des ratios qui étaient assez similaires en 2019 et 2020.*

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Un de nos très bon clients n'était pas frileux et avait des réserves importantes a acheté entre 5 et 10 millions d'investissements pour une valeur de 20 à 40% moins cher que s'il avait investi post-covid. Ceux qui avaient les reins solides ont profité de ce moment pour acheter moins cher avec des meilleures conditions. Mais la plupart des sociétés PME avec une santé normale, ont plutôt eu tendance à freiner les dépenses d'investissement. La tendance régionale est plutôt que les investissements ont été freinés et qu'ils ont été repris plus tard au prix fort.*

- **Perrine** : Est-ce que cela a réduit la valeur de l'entreprise ?

*Oui, dans la méthode DCF, on tient compte du CAPEX, et ce qui n'avait pas été fait dans le passé devait être fait pour garder le niveau des actifs immobilisés. Dans ces cas, nous avons prévu un budget d'investissement plus important, qui forcément diminue la valeur de l'entreprise.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*Nous devons nous poser la question pour chaque ligne, à commencer évidemment par le chiffre d'affaires, et puis l'évolution de la structure de coûts. Certaines entreprises s'en sont mieux sorties à la sortie de la pandémie. Quand on gagne des sous, on ne se pose pas beaucoup de questions, mais quand on n'en gagne plus, on s'en pose beaucoup plus. Certains ont fait disparaître des coûts, car ils ont décidé de changer des choses. Nous devons analyser ligne par ligne, année après année. Après, si nous revenons sur la question du chiffre d'affaires, nous nous doutions bien que ce n'était pas la fin du monde. La question était plutôt de savoir au bout de combien d'années, nous revenons à un niveau égal ou supérieur à avant. Sauf dans le cas où les sociétés étaient déjà malades, il n'y a pas de raison d'imaginer que sur le long terme, nous n'allions pas revenir à des niveaux de chiffres normaux. C'est plutôt la question du timing.*

- **Perrine** : avez-vous utilisé des analyses de sensibilité avec des hypothèses différentes ?

*Oui, mais nous le faisons systématiquement avec des hypothèses qui ont un impact hyper important sur la valeur, comme les approvisionnements et marchandises, les rémunérations et les investissements, car en DCF, c'est un peu la dure loi de la méthode, mais c'est de l'argent qui vient directement dans les lignes du dessous, et qui font bien mal au niveau valorisation.*

**Avez-vous personnellement utilisé de manière générale des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Globalement, oui. Après, si nous prenons l'EBITDA quasi comptable, nous prenons un multiple quasi comparable à avant. On a tellement tendance à maquiller cet EBITDA, et le rendre le plus important possible, quand nous sommes côtés vendeur évidemment, et forcément à ce moment-là, tout autre chose restant égale, nous appliquons un multiple plus faible. De manière générale, je dirais oui, mais cela dépend de la valeur de l'EBITDA que nous considérons.*

- **Perrine** : En fonction des secteurs, est-ce qu'il y a eu des variations marquantes du multiple ?

*De nouveau, construction. En fait, nous nous sommes rendu compte que le bilan sensibilité à crise, de ce genre-là ou non, est vraiment rentré dans nos grilles d'analyse. Nous nous disons que nous avons eu le Covid-19, et la variole du singe, nous ne sommes pas passés bien loin car tout le monde disait que c'était le Covid n°2. A ce moment-là, nous nous sommes dit que cette société-là pourrait s'en sortir, mais celle-là non, car la première sait travailler complètement en télétravail et la deuxième non. Oui, cela a eu des impacts secteur par secteur, et il y en a certains, où tout peut arriver, ils vont continuer à fonctionner. Par exemple, le e-commerce, il faudra pas mal de choses pour les perturber, peut-être l'écologie.*

- **Perrine** : Avez-vous personnellement remarqué une diminution du nombre de transactions en raison de la pandémie ?

*On entend partout qu'il n'y a pas eu de diminutions du nombre de transactions car, en général, on aime bien être positif. De plus, il y a toujours moyen d'aller vendre des sociétés, notamment celles qui ne fonctionnent pas bien. Nous, nous avons l'objectif de faire peu, mais bien. Cependant, nous avons senti un ralentissement pour plein de raisons, à commencer par l'incertitude. Nous avons eu plusieurs cas où des conventions étaient prêtes à être signées et qui ont été signées plus tard, ou même pas signées du tout. On dit qu'il y a autant de dossiers qu'avant, mais qu'ils sont tous plus difficiles. Au bout du compte, ces dossiers se signent soit plus tard, et donc, en analysant année par année, il y en a moins qui se font, ou soit jamais. A mon avis, si nous analysons une dizaine d'années par dizaine d'années, le 20-30 ne va pas être exceptionnel.*

- **Perrine** : Est-ce que cette diminution a représenté une difficulté dans le cas où la méthode du multiple de l'EBITDA était utilisée pour valoriser l'entreprise ?

*C'est une bonne question. D'après la théorie, le multiple est basé sur des comparables. Par exemple, la menuiserie 1 a le même multiple que la menuiserie 2, située juste à côté. De nouveau, en PME, donc en valeur d'entreprise en dessous de 20 millions qui est notre définition à nous, pas du tout officielle, la PME est très difficilement comparable. De base, nous allons chercher des multiples qui sont parfois plus grossiers, typiquement qui sortent d'études, type Wallonie Entreprendre, Vlerick... Mais nous y intégrons surtout notre feeling personnel. Il y a 20-30% qui est de la recherche de données de marché et puis, presque 70% où c'est de l'input personnel d'experts de terrain.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**

*De nouveau, c'est difficile de dire que pendant le covid, nous allons mettre un WACC d'autant dans la valorisation, car ce n'est pas pour autant qu'il sera payé par les transactions. Je n'ai pas analysé de tellement près le WACC pendant la pandémie. En revanche, post-covid, si nous décomposons le WACC élément par élément, il y a de grandes raisons de penser que tous les éléments ont augmenté. Je ne pense pas que ça été le cas en 2020, en tout cas pour la dette, c'est certain. Au niveau de la perception du risque, je dirais qu'un peu comme l'histoire de l'EBITDA, mais dans une moindre mesure, si nous sommes optimistes sur nos hypothèses au niveau du plan financier, nous devons être plus conservateurs sur nos perceptions du risque dans le WACC, et à l'inverse, si nous sommes plutôt prudents sur le plan financier, nous pouvons travailler avec un WACC un peu plus faible.*

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*La réponse est clairement oui. Si ce n'est pas dans les hypothèses d'évaluation, c'est dans les chiffres observés. De manière générale, l'évaluation d'une société est très dépendante de son environnement. Nous ajoutons des primes de risque dans tous les sens. Nous analysons l'ensemble des chiffres pour essayer de comprendre au mieux ce à quoi nous devons nous attendre demain. J'ai tendance à dire que la crise fait partie du quotidien, et elle s'appelle à chaque fois différemment. Il y a des business model qui ne sont plus de notre temps, et il y en a d'autres qui sont très prometteurs. Beaucoup vont encore vivre 20-30 ans. Avant tout, c'est une question de feeling. Le Covid était un test, mais il y en aura d'autres. En comparaison avec les autres crises, le Covid a ouvert les yeux sur le fait que tout avait une fin. La dette a 0%, des multiples très élevés, c'est bon un moment, mais ce n'est pas la réalité. Cela reste très risqué d'acheter une société. Globalement en 2018 et 2019, les valorisations touchaient le plafond, et cela n'allait plus.*

Entretien n°3	Hanine Essaheli	03/07/2023
---------------	-----------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?**

*Je préférerais vous répondre à la fin de l'entretien.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?**

*Une dizaine d'années.*

**À quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité, et de localisation ?**

*Nous sommes principalement sur des PME, et souvent des PME familiales en matière de transmission d'entreprise. Évidemment, en tant que commissaire, ce sont les « grandes » sociétés qui ont l'obligation de nommer un commissaire. La majorité des sociétés pour lesquelles nous sommes commissaires sont de grandes sociétés. Pour les PME familiales, elles ont tendance à venir vers nous parce que je pense qu'il y a une proximité, et aussi un coût qui est différent des gros cabinets. Nous sommes également agréés pour les transmissions d'entreprise à la Région wallonne. Cela ne nous empêche pas d'avoir des grosses sociétés qui font, de plus en plus, appel à nos services. Toutefois, la grande partie pour les missions de due diligence, d'évaluation, etc. sont plutôt des PME.*

- **Perrine** : Et au niveau du secteur d'activité ?

*Nous avons l'industrie alimentaire, des PME locales du secteur des services, des sociétés d'ingénieurs, des sociétés industrielles, des start-ups, etc. C'est assez vaste en termes de secteurs d'activité. Nous avons peu de petits artisans, comme des boulangers par exemple, bien que nous travaillions tout de même avec certains, par exemple des restaurateurs. En gros, ce sont tout de même des PME. En termes de prix de transaction, nous sommes entre 500.000 € et 5.000.000 €. De temps en temps, nous avons quelques transactions à 10, 20 ou 30 millions d'euros, mais c'est plus rare.*

- **Perrine** : Et au niveau de la zone géographique ?

*Au niveau de notre couverture géographique, c'est en Région Wallonne. Nous avons un bureau à Lège, un bureau dans le Hainaut, et nous avons un bureau dans la province du Luxembourg, mais que nous avons fermé, car nous avons ouvert un bureau au Luxembourg même. Nous sommes présents en Région Wallonne et au Luxembourg.*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*Ce sont des diligences mises en œuvre afin de réduire le risque d'avoir une anomalie significative dans les comptes qui sont transmis au candidat acquéreur de la société, qui serait de nature à changer son comportement dans le cadre de l'acquisition de la société ou qui serait de nature à avoir un impact matériel sur le prix de la transaction. La due diligence est une des manières de réduire le risque d'avoir des éléments qui ne sont pas pris en considération dans l'établissement du prix de transaction. Mais, il existe d'autres éléments qui permettent de réduire ce risque, comme les garanties de passif ou autres. Bien souvent, il faut prendre les deux en considération.*

**Quel est(sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

*La due diligence financière permet de garantir au client que la situation comptable sur base de laquelle il détermine son prix est correct. Si l'évaluation n'est pas une évaluation réalisée sur base de données historiques, mais que l'acheteur achète du rendement, il faut aussi aller voir quelles sont les hypothèses de récurrence de ce rendement, les hypothèses de croissance, etc. Dans ce cas, nous allons au-delà de l'analyse des états financiers historiques et nous examinons les carnets de commande, la raisonnabilité*

*des hypothèses, le développement des flux d'activité, etc. La due diligence financière est, selon moi, nécessaire afin d'objectiver les composantes de la valorisation. Cependant, souvent, les choses se font dans le sens contraire, c'est-à-dire que nous avons la valeur, et cette valeur est valide sous condition suspensive d'une due diligence.*

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*Lorsque nous avons des résultats négatifs et que la société est rachetée pour des considérations stratégiques, ou que la société est une holding ou une société immobilière, nous utilisons une valorisation basée sur l'actif net, même si ce n'est pas forcément le cas le plus récurrent. Maintenant, lorsque la valorisation est basée sur des projections de cash-flow futurs ou sur du rendement, nous utilisons la méthode du Discounted Cash-Flow. Dans ce cas, nous nous basons sur un plan financier qui a été établi avec le client, nous challengeons les hypothèses, nous regardons les autres facteurs au-delà du cash-flow d'exploitation, car la méthode DCF ne se limite pas au cash-flow d'exploitation. Elle comprend également des éléments liés aux investissements futurs, à l'évolution des besoins en fonds de roulement et au WACC, et nous objectivons ces éléments. Parfois, nous organisons également une session de travail avec le cédant et le cessionnaire, quand nous sommes par exemple, dans le cadre d'une transmission aux employés de la société ou d'une transmission intra-familiale. Je demande que nous travaillions ensemble sur le plan financier. Cela me permet d'avoir le sentiment de chacune des parties sur le plan financier, ce qui va me permettre d'avoir beaucoup plus d'aisance après. J'accompagne les personnes à établir leurs hypothèses, je ne les établis pas moi-même. J'attire l'attention sur certains facteurs conjoncturels ou structurels qui seraient de nature à ce que nous soyons fort optimiste ou peu optimiste, sans prendre en compte le contexte dans lequel la société évolue ou le contexte concurrentiel dans lequel la société évolue. Malheureusement, pour les PME, il arrive parfois, en termes de budget et de méthode, que nous utilisions des fichiers où nous avons plusieurs méthodes traditionnelles utilisées par d'autres réviseurs d'entreprises. Le problème est que la valorisation de ces sociétés, suivant ces méthodes, crée la vraie valeur de marché car tout le monde se base sur ces méthodes. Parfois, dans certains secteurs spécifiques, tels que les pharmacies, nous avons encore des valorisations qui sont basées sur un pourcentage du chiffre d'affaires, indépendamment de la rentabilité réelle de la société. C'est aussi le cas dans les maisons de repos ou le secteur des banques et assurances. Dans ce cas, nous faisons une évaluation suivant la méthode du client, puis nous faisons nos autres évaluations, si le budget le permet. Finalement, nous avons un multiple compris entre 1,5 et 3X le chiffre d'affaires, et nous allons placer le curseur en regardant d'autres paramètres qui sont des paramètres de rentabilité, l'ancienneté des clients, etc. qui nous permet d'objectiver des méthodes qui sont peu orthodoxes.*

- **Perrine** : Et le multiple de l'EBITDA, utilisez-vous cette méthode ?

*Oui, nous utilisons la méthode du multiple de l'EBITDA, mais comme méthode de confirmation. Le multiple de l'EBITDA ne sera jamais une valorisation. Souvent, nos clients nous disent qu'ils aimeraient racheter une société 6 fois l'EBITDA. Dans ce cas, nous faisons une évaluation distincte, et nous montrons ce à quoi nous arrivons, et l'EBITDA vient confirmer cette valorisation. L'EBITDA est souvent une méthode de confirmation. Par contre, les très gros entrepreneurs qui ont l'habitude d'acquérir des entreprises achètent les entreprises au multiple de l'EBITDA. Le secteur des sociétés de titre services fonctionnent également avec des multiples d'aides ménagères. En conclusion, cela varie fortement d'une société à l'autre.*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

*Nos évaluations peuvent intervenir dans plusieurs cas de figure. Nous pouvons faire des évaluations dans le cadre de transmissions d'entreprises classiques, de rachats forcés d'actions, de divorces ou de litiges entre associés. Nous avons également d'autres cas de figure pour des fusions, des scissions, etc.*

*Ces fameuses décotes d'illiquidité sont souvent utilisées lorsque la situation est conflictuelle. Lorsque la situation n'est pas conflictuelle, nous n'avons généralement pas cette question de décote d'illiquidité. Cela est également dû au fait que la majorité de ces transmissions se réalisent sur 100% des actions, et la question se pose réellement lorsque l'on rachète 10% ou 15% stratégiques qui permettent d'obtenir la majorité. Ces décotes sont souvent utilisées dans des cadres plus conflictuels, lorsque nous rencontrons des difficultés à trouver un accord entre les parties. J'avoue qu'il existe de la littérature sur ces décotes d'illiquidité, mais finalement, il y a peu d'explications sur pourquoi ces décotes sont fixées à 20% ou 10%. Parfois, des personnes me présentent un pourcentage, et bien qu'il existe de la littérature sur le sujet, ce qui constitue un argument supplémentaire, la quantification reste souvent difficile.*

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*Paradoxalement, dans beaucoup de sociétés, nous avons des meilleures années pendant le Covid qu'en dehors du Covid. La question qui se posait était de savoir si cette situation était durable ou non. Parfois, pendant la période du Covid, nous avons connu une augmentation, puis nous constatons que cela diminue ou se maintient, mais cela n'a pas la même croissance qu'auparavant. Par exemple, dans le cadre d'un dossier qui est un grand parc d'attractions connu, nous avons constaté une explosion des chiffres pendant la période du Covid. Nous étions dans le cadre d'une succession, et une partie des bénéficiaires rachetait les parts aux autres. La difficulté était que je n'avais pas les derniers chiffres, j'avais deux ans avant le Covid et deux ans pendant le Covid. Dans ce cadre, j'ai fait trois hypothèses : une avec les chiffres pendant la période du Covid, qui sont les meilleurs chiffres ; une avec les chiffres d'avant le Covid, correspondant à ce que l'on est raisonnablement en droit de s'attendre s'il n'y avait pas eu le Covid, et la troisième avec la moyenne des quatre années. J'essaie de déterminer ce qui est récurrent et ce qui ne l'est pas, et ce qui est spécifique, comme les subventions liées au Covid qui sont retirées. Nous essayons de normaliser au maximum les résultats Covid, sachant que nous n'avons pas de boule de cristal. Maintenant, si vous me demandiez de faire l'évaluation avec une année hors Covid, il serait beaucoup plus facile de normaliser le résultat. Sur le moment, c'était assez compliqué.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*Les éléments que vous prenez en exemple sont des éléments qui ont un impact sur l'actif net de la société, plutôt que sur les rendements. Cela dépend de la méthode de valorisation utilisée. Si la valorisation est basée sur l'actif net, évidemment, j'en prendrais compte. Si la valorisation est réalisée sur base de la méthode DCF, je ne sais pas si j'en tiendrais compte, car ces éléments font partie de la masse d'actifs qui génèrent le rendement. Ce sur quoi cela pourrait exercer une influence, c'est dans la détermination du WACC, car nous avons les capitaux propres et les dettes. Mais de toute façon, l'equity utilisé est l'equity de marché, donc dans une DCF, cela aura moins d'impacts.*

- **Perrine** : Lorsque vous avez utilisé la méthode de l'actif net, avez-vous enregistré des plus ou moins-values en raison de la pandémie ?

*Cela peut arriver que j'utilise des réductions de valeur. Par exemple, si nous avons des clients dans l'HoReCa, des clients qui ont plus de difficultés, etc. nous avons été beaucoup plus vigilants à cet égard. Également dans le secteur hôtelier, nous regardons dans les créances, et particulièrement les créances anciennes. Maintenant, il est également possible que je me base sur une situation Covid pour l'évaluation, mais au moment où j'effectue l'évaluation, je sais, en événements post-clôture, que la situation s'est dénouée. Sur le moment, cela a été fort important car nous ne savions pas trop ce qui allait se passer après. C'est vraiment quand nous étions le nez dans le guidon, pendant le Covid, que c'était beaucoup plus difficile, et que nous étions plus précautionneux lorsque nous prenions en considération l'actif net.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires en raison de la pandémie ?**

*Les secteurs tels que le jardinage, la construction, l'aménagement de maisons ont connu une augmentation. Pour les activités touristiques, là, nous avons connu une période où cela a fortement diminué, mais la deuxième année de Covid en 2021, ça a explosé. Dans l'HoReCa, en général, la situation était difficile, mais ceux qui ont réussi à se moderniser en mettant en place des systèmes de livraison à domicile s'en sont assez bien sortis.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Cela dépend vraiment du secteur. Si je prends le cas d'une société de loisirs en particulier, pour ce qui est de la visite des lieux, nous avons constaté une augmentation, mais le restaurant était fermé. Étant donné que l'évaluation était post-covid, j'ai rajouté un pourcentage du restaurant en fonction du pourcentage d'entrées qui correspondait à la moyenne des activités des années précédentes pour réajuster le chiffre d'affaires. J'ai évidemment tenu compte des charges correspondantes. C'est vraiment une analyse au cas par cas. Nous devons déterminer le chiffre d'affaires principal, identifier ce qui a diminué et ce qui n'a pas diminué. Il est essentiel d'effectuer une analyse fondamentale du fonctionnement de l'entité. La difficulté c'est que nous n'avons pas des lignes de chiffre d'affaires distinctes entre les variations récurrentes et non récurrentes. Nous devons examiner une année, creuser avec le client, etc. Cet examen dépend aussi du niveau de détail du système de reporting du client, qui a peut-être amalgamé des transactions récurrentes et non récurrentes, ou au contraire, qui les distingue.*

- **Perrine** : Donc vous émettez également des hypothèses ?

*Oui, nous prenons des hypothèses. Finalement, nous dupliquons notre fichier Excel d'évaluation, et nous le retravaillons, avec les formules qui restent identiques, mais en émettant une deuxième et une troisième hypothèse. Parfois, nous pondérons ces hypothèses. Par exemple, j'ai un cas de succession avec un important patrimoine agricole, où l'un des ayants droit souhaite racheter le patrimoine agricole aux autres ayants droit. Nous avons adopté une approche en continuité d'entreprise. Mais, l'acheteur a une approche en discontinuité d'entreprise afin de faire diminuer le prix. La question que nous lui posons est : si vous adoptez une approche en discontinuité, pourquoi est-ce que vous voulez racheter la société ? Pourquoi est-ce qu'on ne liquide pas la société directement ? C'est bizarre de vouloir acheter en discontinuité. Parfois, c'est un peu difficile, car nous avons des avocats pas très compréhensifs qui sont plus là dans un but de négociation. Lorsqu'ils n'arrivent pas à trouver des arguments, ils attaquent le réviseur parce qu'il n'est pas très objectif, il prend parti, alors que nous voulons juste rester cohérent par rapport aux hypothèses. Nous essayons de le faire avec diligence et subtilité, mais parfois, c'est plus compliqué.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*Cela dépend si le chiffre d'affaires diminue ou augmente, et si derrière, nous avons une augmentation proportionnelle des coûts des ventes et prestations. Si le taux de marge brute est similaire à celui des années précédentes, nous ne creusons pas outre mesure, car nous avons peut-être un prix qui a augmenté, mais derrière, nous avons un prix de vente qui a augmenté en proportion. Si nous avons vraiment des disparités, là nous creusons. Nous vérifions s'il y a eu un problème de répercussions du prix. Évidemment, ma première analyse porte sur la marge, et si nous avons un problème au niveau de la marge, nous normalisons le chiffre d'affaires et nous essayons de prendre la marge historique si l'augmentation des coûts est ponctuelle. Alternativement, si nous considérons que l'augmentation est*

*durable, nous prenons une marge plus faible. Si nous avons des doutes sur ce qui va se passer à l'avenir, nous prenons plusieurs hypothèses, nous réalisons l'évaluation sur base de ces hypothèses et nous prenons la moyenne de ces hypothèses.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Les charges de personnel pendant le Covid sont systématiquement normalisées. Nous considérons que, si jamais, le Covid devient durable et que nous devons changer nos habitudes, finalement le Covid a permis de nous mettre à niveau, et il n'y aura pas de coûts supplémentaires car la taille de l'entreprise a été adaptée par rapport à ses activités. De manière similaire, si les coûts sont très ponctuels, nous normalisons également. Dans les deux cas, nous ne devrions pas avoir, de manière récurrente, des frais one shot qui sont liés au personnel. Ce sont des frais qui interviennent en une seule fois pour adapter le volume d'activité.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

*En fin de compte, au moment même, quand nous effectuons l'évaluation, nous ne savons pas si le Covid va durer ou non. Par exemple, dans le cas d'un centre de bien-être, si demain, chaque fois qu'ils doivent accueillir un client, ils sont obligés de nettoyer trois fois, de porter des masques, etc., les services qui prenaient normalement une heure prendront désormais une heure et demie. A ce moment-là, nous ne savons pas si c'était durable. Le Covid a eu un impact car les comportements ont changé. Par exemple, une étude de notaire réalise des actes à distance alors qu'avant, ils devaient être fait en présentiel, ce qui permet de gagner du temps et d'améliorer la rentabilité. Finalement, ce gain n'est pas normalisé, car c'est un gain durable lié au Covid. Inversement, nous pouvons avoir des pertes durables liées au Covid parce qu'il y a un changement de comportement.*

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation à la baisse ou à la hausse du BFR ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

*Oui. Dans certains secteurs d'activité, les achats ont été retardés. Dans d'autres cas de figure, des clients ont payé plus tardivement. Inversement, pour les sociétés qui fonctionnent bien, nous avons eu des stocks qui ont été écoulés plus rapidement. Je suis également commissaire d'entités parapubliques qui ont une vision beaucoup plus transversale sur le fonctionnement de l'économie wallonne. Dans ces sociétés-là, nous faisons des provisions sur les défauts de paiement de certains clients à qui de l'argent avait été prêté en B2B. Bien souvent, le taux de réduction de valeur estimé s'est révélé après coup plus important que les taux effectifs. Le taux de défaut n'est pas si énorme, ce qui prouve que l'économie européenne a été relativement résiliente par rapport au Covid.*

- **Perrine** : pour vous, le BFR est revenu au niveau normal par rapport à l'avant crise ?

*En fait, nous faisons face à d'autres crises telles que la crise des approvisionnements, la guerre en Ukraine et un contexte inflationniste, et tout cela se mélange.*

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Il est certain qu'avant d'investir, les dirigeants d'entreprise réfléchissaient à deux fois car le contexte était beaucoup plus risqué. Maintenant, les bonnes affaires arrivent également dans les moments critiques.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*Nous utilisons des hypothèses et organisons des séances de travail avec le client, en essayant de comprendre leur activité, en discutant, et en étant aussi critique par rapport aux volontés du client, que ce soit d'augmenter ou de diminuer le prix, en fonction de s'il est vendeur ou acheteur. Finalement, nous sommes parfois l'avocat du diable pour essayer de relativiser les prévisions.*

**Avez-vous personnellement utilisé de manière générale des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Oui, nous constatons une baisse des multiples. Cependant, je ne suis pas certain si cela est dû à la pandémie ou non. J'ai l'impression que nous étions sur des multiples assez élevés, et cela dépend aussi du nombre de transactions, de l'offre et de la demande. Je ne peux pas affirmer avec certitude que cela est uniquement lié au Covid.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**

*Au niveau du coût de la dette, nous avons des taux d'intérêt assez bas, et l'impact a été assez minime. Nous nous basons sur différentes sources pour déterminer le beta, le coût du capital, etc. Le risque est lié au secteur d'activité, et dans mes évaluations en l'espace de deux ans, c'est rare que j'aie eu plusieurs secteurs d'activité qui me permettaient de dire que ce secteur en particulier est en diminution. En général, pour les sociétés classiques, nous sommes entre 8% et 12% au niveau du WACC global, et nous sommes toujours restés dans cette tranche-là.*

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*Cela dépend du secteur d'activité. Dans les secteurs où il y a un contact humain direct avec certaines personnes, il existe un risque que ces activités soient moins rentables car il faut s'adapter au contact avec la personne. Cependant, cela reste marginal. J'ai un peu l'impression que maintenant, c'est la guerre en Ukraine, la crise des approvisionnements, le contexte inflationniste, etc., c'est d'autres considérations et le marché a un peu oublié ce qu'il s'est passé de manière générale.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ?**

*Oui.*

**Nous avons posé la question supplémentaire suivante par mail : afin de préciser une de ces questions portant sur les multiples, avez-vous remarqué une diminution de nombre de transactions de cessions et acquisitions en période de pandémie ?**

- Si oui, est-ce que le fait d'avoir eu moins de transactions a compliqué la détermination d'un multiple de référence, puisque celui-ci doit se baser sur des transactions comparables à celle envisagée ?
- Si non, avez-vous malgré tout modifié votre façon de déterminer le multiple ?

*Voici la réponse de Monsieur Essaheli : Je n'ai pas identifié de diminution de transactions à mon niveau. La valorisation sur base des multiples est en général une méthode d'évaluation de confirmation. Compte tenu de la diversité des types de sociétés à évaluer, nos évaluations sont basées sur les fondamentaux intrinsèques de ces entreprises de sorte que ce sont ces facteurs qui influent principalement sur les valeurs, compte tenu de corrections conjoncturelles.*

Entretien n°4	Alexandre Streel	04/07/2023
---------------	------------------	------------

*L'impact de la crise du Covid sur l'évaluation d'entreprise est comparable à celui de la crise financière de 2008. De même, si nous remontons plus en arrière avec l'éclatement de la bulle Internet, les problématiques étaient comparables. Les crises sont différentes, mais la manière de s'y adapter en matière d'évaluation est relativement similaire. Même si le travail porte sur la crise du Covid, qui est une crise sanitaire, sociale... en fin de compte, la prise en compte de cette crise est plus ou moins comparable avec toute crise financière.*

*Premièrement, les méthodes d'évaluation ne doivent a priori pas être remises en question dans un contexte de crise. Il n'y a pas de méthode d'évaluation « en période de crise » et une autre méthode « hors crise ». Les fondements restent d'application. Ces fondements sont typiquement le fait de considérer qu'une société vaut en théorie ce qu'elle est capable de rapporter dans le futur en termes de rendement. La philosophie qui est de dire qu'un actif, et en l'occurrence une société, ne vaut « que » ce qu'elle est capable de générer dans le futur, ne change pas en temps de crise. L'approche, notamment la méthode des multiples, qui consiste à dire qu'une société s'évalue par référence au prix auquel s'échangent des sociétés comparables, reste valable aussi en période de crise.*

*Le deuxième message est que ce qui va par contre changer sont les paramètres d'évaluation. Si ces paramètres changent, la valeur change aussi, in fine. La crise du Covid n'a donc pas eu d'impact sur les méthodes, mais bien sur les paramètres d'évaluation. En général, les deux grands « inputs » d'une évaluation sont, d'une part, les chiffres financiers, et, d'autre part, les paramètres techniques d'évaluation. La valeur d'entreprise résulte de la combinaison de ces deux inputs. Ces deux inputs subissent des changements en période de crise. Quand nous évaluons une entreprise, nous l'évaluons sur base de ce qu'elle est capable de générer dans le futur. Quand nous parlons de paramètres financiers, nous allons surtout avoir une vision « prospective ». Se pose alors très concrètement la question de savoir quels sont les résultats, ou les cash-flow futurs, que l'on peut raisonnablement attendre de la société, et c'est fondamental.*

*En période de crise, l'incertitude est telle qu'il est très difficile de dresser des prévisions financières fiables. Il y a une incertitude sur l'évolution des prix, sur l'évolution de la demande, sur la trésorerie, sur la manière dont l'entreprise est financée, etc. Il y a une série d'incertitudes qui entourent la réalisation du plan financier, liée au contexte de crise. Le premier impact significatif est la difficulté que nous allons avoir d'établir des projections financières dans un tel contexte.*

*Il existe des méthodes, ou du moins des recommandations, que l'on pourrait suggérer en période de crise compte tenu de cette incertitude. Par exemple, on pourrait envisager d'allonger la durée du plan financier. Quand l'entreprise traverse une période incertaine avec une volatilité importante, il est beaucoup plus difficile de se projeter. Il peut être recommandé que les entreprises réalisent des projections sur une période plus longue, période nécessaire afin d'arriver à une certaine stabilité financière.*

*Une autre recommandation pourrait être de travailler avec différents scénarios, et de ne pas se contenter de faire une seule projection financière.*

*Il est aussi d'autant plus important, lorsque nous sommes en période de crise et que nous devons faire cet exercice de se projeter financièrement, de s'appuyer sur les hypothèses les plus récentes. En période de Covid, nous avons régulièrement de nouvelles annonces qui pouvaient être assez impactantes en termes de projections financières futures. Il est très important, quand nous traversons une période instable, de s'assurer que nous nous appuyons sur les hypothèses les plus récentes.*

*Un dernier point d'attention est de considérer les particularités de chaque entreprise. Dans une crise, s'il y a beaucoup de perdants, il y a aussi quelques gagnants. Une crise peut être une source d'opportunités pour certaines d'entreprises. Nous avons réalisé des évaluations de sociétés pour lesquelles les projections étaient « embellies », à juste titre, du fait de la crise (secteur médical...).*

*En termes de paramètres d'évaluation, il y a essentiellement deux « familles » : (1) les paramètres financiers et (2) les paramètres techniques d'évaluation. En termes de paramètres techniques d'évaluation, concrètement, pour la méthode DCF par exemple, il s'agit du taux d'actualisation. Tous les risques qui doivent être considérés dans le taux d'actualisation vont a priori être impactés à la hausse du fait de la crise compte tenu de la plus grande incertitude. Qui dit incertitude élevée dit rendement exigible plus important, et donc majoration du taux d'actualisation. Pour la méthode des multiples, le parallélisme peut se faire au niveau des multiples : compte tenu d'un risque accru, les multiples ont tendance à diminuer.*

*Si les méthodes d'évaluation ne changent pas, elles sont par contre plus difficiles à mettre en œuvre. Prenons par exemple les deux méthodes incontournables en matière d'évaluation : la méthode DCF et des multiples. Le DCF va être rendu plus difficile à mettre en œuvre parce qu'il y a une incertitude plus grande sur les flux futurs de l'entreprise, et parce que, dans ce cas, il est parfois plus pertinent de mettre en œuvre une approche « multi scénarios » (plusieurs plans financiers). Concrètement, nous pourrions obtenir différentes valeurs (une par scénario), à pondérer en fonction de leur probabilité d'occurrence ; ce qui est plus complexe. En ce qui concerne la méthode des multiples, il faut être « confortable » avec le postulat que les marchés financiers évaluent « correctement » les actifs. Or, en période de crise, il peut y avoir des effets psychologiques / irrationnels sur les marchés qui rendent ce postulat de base discutable. S'il n'est pas rencontré, la méthode ne peut pas être mise en œuvre. Rappelons enfin qu'il existe deux types de multiples, boursiers et de transactions privées. En période de crise, il y a parfois très peu de transactions privées, ce qui réduit l'échantillon de données.*

*Enfin, pour conclure, la difficulté la plus importante est peut-être de ne pas considérer doublement le risque. C'est-à-dire, d'une part, au travers des projections financières, et, d'autre part, dans les paramètres techniques d'évaluation. Un cas typique qui aboutirait à une sous-évaluation de l'entreprise serait de diminuer fortement les prévisions financières tout en utilisant des paramètres techniques d'évaluation très conservateurs (multiples faibles, avec une décote d'illiquidité élevée, ou un taux d'actualisation majoré).*

Entretien n°5	Sébastien Paulet	06/07/2023
---------------	------------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui, pas de problème.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?**

*Tu peux divulguer mon identité, pas de soucis.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?**

*Je travaille dans le métier des fusions et acquisitions depuis presque 15 ans. J'accompagne des entrepreneurs dans des opérations de cessions ou de reprises d'entreprises. De facto, toutes ces opérations passent par des exercices d'évaluation des cibles.*

**A quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité, et de localisation ?**

*Au niveau de la zone géographique, j'ai toujours opéré en couverture sur le marché wallon et à Bruxelles. Parfois avec des cibles à l'étranger, mais typiquement avec des clients qui étaient des entreprises, région Wallonne et Bruxelles. Au niveau des secteurs, tous les secteurs d'activité. Il n'y a pas vraiment de spécificités. Au niveau de la taille de transaction, entre 1 et 75 millions d'euros.*

- **Perrine** : Est-ce que cela reste des PME ?

*Généralement, ce sont des PME plutôt à caractère d'entreprises familiales. Nous n'avons pas tellement de filiales de groupe, mais plutôt des entreprises privées, familiales.*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*Il existe deux types de due diligence : la due diligence à l'acquisition et la vendor due diligence. Typiquement, une due diligence a deux objectifs. D'une part, s'attarder sur trois grands sujets. Le premier sujet est la Quality of Earnings, c'est-à-dire s'assurer que les revenus, et principalement que le chiffre d'affaires réalisée par l'entreprise est un chiffre d'affaires normatif, récurrent, qui ne tient pas compte d'anticipation de produits, etc. Au travers de la Quality of Earnings, nous allons également examiner la récurrence de l'EBITDA. Quand nous examinons à la fois le revenu et l'EBITDA, nous couvrons la grande partie des postes de revenus et de charges du compte de résultats et de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise. Nous nous focalisons sur l'EBITDA, car l'EBITDA est un des agrégats financiers qui est généralement retenu dans les méthodes de valorisation d'entreprises, notamment sur base d'approche par les multiples. Le deuxième sujet est la détermination de la dette financière nette, qui est un des autres éléments qui intervient en matière de valorisation. Nous allons examiner de quoi est constituée la dette financière nette, l'endettement de la société. Le troisième sujet est le besoin en fonds de roulement qui subit des retraitements ou des reclassements vers la dette nette, car ce sont des agrégats comptables, dans lesquels nous avons des vases communicants. Parfois, des éléments sont des éléments considérés en BFR comptablement, mais qui dans une optique de valorisation, sont reclassés au niveau de la dette. Une due diligence porte sur des éléments à la fois financiers, mais pas seulement. Nous examinons aussi des risques éventuels en matière juridique, fiscale, sociale, parfois commerciale, environnementale, etc. Principalement sur les éléments financiers, l'idée est de valider la Quality of Earnings, la dette nette et le BFR. Nous devons regarder comment les éléments qui sont mis en lumière dans le cadre de la due diligence financière peuvent influencer la valorisation de l'entreprise. Nous regardons la consistance et l'existence des paramètres financiers sur base desquels une valorisation et un prix ont été construits. Le deuxième grand but d'une due diligence est d'identifier les risques, de manière à, soit les prendre en considération dans le prix, soit de pouvoir les couvrir au travers des déclarations de garanties dans les conventions de cessions d'actions. La due diligence financière valide l'existence, la cohérence et la consistance d'éléments financiers et identifie*

*les risques afin soit de les prendre en considération dans le prix soit de les couvrir de manière adéquate au niveau des conventions juridiques qui encadrent une cession ou une acquisition d'actions.*

**Quel est (sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

/

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*Il existe trois grandes familles de méthodes. Une première famille de méthode consiste à approcher la valeur d'une entreprise sur base d'une vue historique de ses rendements ou de sa profitabilité opérationnelle. Nous avons parlé de l'EBITDA, de l'EBIT. C'est la fameuse méthode des multiples. C'est une méthode de rendement, mais aussi de comparable. Nous allons examiner des agrégats de la cible versus des multiples observés sur ces agrégats soit dans le cadre de transactions réalisées sur le marché, soit sur base d'une comparaison à un groupe de société pairs qui sont des sociétés cotées. Comme le cours de bourse est une estimation en temps réel de la valeur d'une entreprise, nous pouvons déterminer comment le marché valorise une entreprise en termes de multiple d'EBITDA ou multiple de son chiffre d'affaires. La deuxième grande famille est la méthode prospective qui consiste à actualiser des cash-flows futurs. Une entreprise vaut sa capacité à générer dans le futur des rendements stables et récurrents. Ces flux sont actualisés pour déterminer une valeur actuelle. Nous prenons une vue prospective, ce qui suppose des exercices de projections, à horizon généralement de 5 ans. Une valeur terminale est prise en compte à l'issue de cet horizon de prévisions. On tient compte de l'endettement de la société à la date d'évaluation. C'est une valorisation prospective assez intéressante, dans la mesure où, elle permet à un acquéreur de pouvoir déterminer dans quelle mesure, si les projections se réalisent, la société sera en situation de dégager des cash-flows nécessaires à rembourser ou à financer la dette d'acquisition. Une troisième famille de méthodes est utilisée dans des cas plus spécifiques, qui est la méthode de l'actif net corrigé. On corrige les fonds propres de plus ou moins-values latentes. C'est typiquement utilisé lorsque nous évaluons des sociétés immobilières ou patrimoniales. Nous réévaluons les fonds propres à la valeur de marché des actifs en tenant compte de la latence fiscale. De manière similaire, pour les holdings, nous réévaluons les fonds propres en tenant compte de la valeur de marché des participations qu'elle détient. Les participations sont évaluées sur base des méthodes EBITDA et DCF sur les sociétés opérationnelles.*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

*Les multiples sont appliqués en tenant compte d'une décote, puisque les multiples observés sur des groupes de sociétés cotées ne sont pas applicables à des entreprises de plus petites taille, type PME. Ces sociétés sont moins diversifiées géographiquement, en termes de gamme de services, sont plus dépendantes par rapport à leur dirigeant, etc... Nous prenons également en considération la liquidité des titres, en sachant que quand nous prenons des sociétés cotées dans un échantillon ou dans un Peer group, par définition, ce sont des titres extrêmement liquides car ils sont négociables en bourse.*

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*La première difficulté, c'est que les résultats des sociétés, à la fois les revenus et la rentabilité, ont été fortement impactés par la pandémie. La question était de savoir si les résultats enregistrés étaient des résultats représentatifs et récurrents de l'activité de l'entreprise en going concern. La deuxième difficulté, dans des approches plutôt prospectives types DCF, c'est de pouvoir considérer des perspectives de redressement dans un horizon de temporalité adéquat. Nous étions dans une période de grande incertitude où toutes projections étaient relativement compliquées. Les entreprises ont été largement impactées notamment en perturbation des chaînes d'approvisionnement, quand est-ce que le marché allait reprendre, etc. En termes de prévisibilité des résultats futurs, l'exercice était plus*

*complexe. Globalement, la plupart des exercices d'évaluation ont consisté à ne pas prendre en considération ou à sous-pondérer des exercices qui avaient été impactés par le Covid. Typiquement, quand nous avons un exercice d'évaluation, nous travaillons sur un compte des résultats normalisé, en considérant dans la rentabilité normative de la société, un certain nombre d'éléments exceptionnels que nous excluons car ce sont des one-off costs ou des one-off revenus dans l'activité. Cet EBITDA normatif est construit au travers d'une pondération des comptes de résultats historiques. Au même titre que nous normalisons un compte de résultats, nous avons normalisé un normatif en excluant la prise en compte d'exercices particulièrement touchés par le Covid.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*Nous n'avons pas vraiment pris en compte ces répercussions, car dans des approches DCF ou de multiples, nous considérons que les actifs sont au service du rendement. Si ces actifs sont optimalement exploités, ils doivent générer un rendement que nous retrouvons dans la profitabilité opérationnelle de l'entreprise. Ces sous- ou surévaluations, nous les captons, en partie, au travers du compte de résultats et de la profitabilité opérationnelle. Au niveau du BFR, nous avons un exercice de normalisation de la dette par des impacts BFR. Typiquement, nous travaillons sur des BFR qui sont dits normatifs, soit par rapport à une moyenne sectorielle, soit par rapport à une moyenne historique. Des BFR qui auraient été sous-estimés ou surestimés dans une période pandémie sont lissés au travers d'une approche de BFR normatif, et sont quelque part pris en considération dans l'évaluation.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?**

*Tous les secteurs qui étaient des secteurs de prestations de services à la personne, le tourisme, le transport, l'HoReCa ont été impactés négativement. Les secteurs les moins impactés sont les secteurs relativement digitalisés. Globalement, tous les secteurs ont été touchés, certains plus que d'autres. Dans toutes les crises, il y a des opportunités.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*J'ai déjà en partie répondu à la question. A la fois pour les secteurs qui ont été impactés positivement comme les secteurs qui ont été impactés négativement, les années Covid ont été moins considérées ou sous-pondérées. Il est clair que nous n'avons pas considéré les exercices 2020 et 2021 comme étant des exercices représentatifs d'une activité récurrente long-terme.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*Par exemple, ce que nous avons pu observer, ce sont typiquement des sociétés qui s'approvisionnaient sur des marchés lointains comme la Chine, les coûts de transport, par exemple, ont été multipliés par 10 ou par 20 pendant la période Covid. Certains coûts de fournitures et d'approvisionnement ont été très largement impactés. Nous étions dans une période où les sociétés ont fait face à des difficultés de trésorerie. Tout le monde a essayé de financer son cycle d'exploitation en optimisant ses délais clients et fournisseurs donc nous avons un impact au niveau du BFR.*

- **Perrine** : Ces changements dans les coûts d'approvisionnement sont-ils durables pour vous ?  
*Non, ces changements sont en grande partie normalisés. Maintenant, nous venons de connaître une période d'inflation, une hausse des coûts de l'énergie, une hausse du coût de la main d'œuvre... Les sociétés ont pris une double vague, la vague du Covid et derrière, la crise énergétique et l'inflation.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Ces coûts sont normalisés. Ici, nous avons la période des indexations salariales qui est plutôt permanente ou acquise. Nous avons tenu compte, dans nos business plans, de taux d'inflation sur les revenus, mais aussi sur les charges qui ont été prises en considération jusqu'à 7-8% pour certaines années. Effectivement, nos business plan tenaient compte d'une inflation qui a été répercutée sur les exercices suivant un poids plus ou moins important.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

/

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation à la baisse ou à la hausse du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

/

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Quand nous valorisons, nous examinons si la société a suffisamment investi. Nous approchons le CAPEX, qui est généralement exprimé en pourcentage de chiffre d'affaires. Quand nous sommes en méthode de comparable, nous regardons effectivement dans le secteur, ce que les sociétés de mon Peer group consacrent de manière récurrente en termes d'investissements en pourcentage du chiffre d'affaires. Il est clair que les sociétés ont dû faire face à des problèmes de trésorerie, ce qui a pénalisé les investissements. De plus, le financement était également plus difficile car les banques étaient plus frileuses. Troisièmement, dans un environnement incertain, il y a toujours moins d'investissements. Nous avons constaté que les sociétés ont globalement moins investi, ou en tout cas, différé leur investissements le temps d'avoir un horizon qui s'éclaircisse un peu.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*Toute la difficulté a été de pouvoir anticiper un retour à une activité normale et récurrente dans un horizon de temps qui n'était pas clair. Nous n'avions pas vraiment de vue sur combien de temps cette crise allait durer. Nous devons nous demander dans quel horizon temporel est-ce que nous devons placer la reprise du business, et surtout, l'atteinte de son niveau de récurrence.*

- **Perrine** : est-ce que vous utilisez des analyses de sensibilité avec plusieurs hypothèses ?  
*Oui. Typiquement, sur des méthodes de valorisation DCF, nous faisons une analyse de sensibilité de la valorisation à un taux d'actualisation qui varie et à des niveaux de marge d'EBITDA qui varient sur un prévisionnel.*

**Avez-vous personnellement utilisé de manière générale des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Oui, nous avons utilisé des multiples plus faibles. Ceci s'explique par des anticipations de résultats qui étaient moins bonnes sur des Peer Group de sociétés cotées. Toutes les bourses se sont globalement écrasées. Globalement, les multiples ont été tirés à la baisse.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**

*Globalement, le coût de la dette était pratiquement nul, et le taux sans risque était à 0% voire négatif. En ce qui concerne le coût des capitaux propres, nous sommes restés sur des niveaux qui étaient globalement en ligne avec ce que nous connaissions. Nous étions plutôt sur des niveaux de WACC qui ont diminués, donc nous avons un impact plutôt positif sur les valorisations. Mais, en même temps, nous avons des agrégats, ou des business plans, qui étaient pénalisés par les éléments que nous venons d'expliquer.*

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*Je dirais oui, parce que ce que nous sommes en train d'observer maintenant sont des effets retard du Covid. A un moment donné, les sociétés ont préservé la trésorerie, ont bénéficié de mesures de soutien, et maintenant que ces mesures se sont estompées, nous constatons que les entreprises ont consommé toutes leurs ressources, tous leurs moyens de subsistance, et sont en recherche de capitaux pour financer cette reprise. Nous avons pas mal de dossiers de levées de fonds pour pouvoir se relancer aujourd'hui, et pouvoir réaliser les business plans qu'ils ambitionnent.*

Entretien n°6	Samuel Rizzo	06/07/2023
---------------	--------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?**

*Tu peux divulguer mon identité.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?**

*Je suis chez CoPilot depuis 2006.*

**A quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité, et de localisation ?**

*Nous travaillons dans toute la Belgique francophone, région Wallonne et Bruxelles. En termes de taille, un dossier moyen, nous sommes plus ou moins à 2 millions d'euros, mais nous avons des dossiers de 15 millions, de 30 millions, et un plus petit dossier, nous avons des dossiers de 500.000€. Nous ne prendrons jamais de petits commerces de détail, de petites boulangeries... Nous n'allons pas entreprendre dans des métiers, comme la biotechnologie, ou des spin-off. Nous nous basons sur les historiques. Une entreprise qui est créée, qui a une valeur de 0 aujourd'hui, mais dans 5 ans, elle va valoir 10 millions, nous ne prendrons pas.*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*/*

**Quel est (sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

*Ce sont deux choses différentes. La valorisation se base sur l'historique ou sur le futur sur base de méthodes de valorisation. Chez CoPilot, nous ne nous basons pas uniquement sur des éléments financiers. Par exemple, l'organigramme est super important. Il existe vraiment une différence entre la valeur et le prix. La valeur est un ensemble de méthodes financières, et le prix est ce que le marché est prêt à mettre sur la table pour acheter la cible en fonction de ses besoins et des synergies. La due diligence financière vérifie certains éléments comme que les créances ne soient pas irrécouvrables, que les factures soient exactes, que le stock soit bien valorisé, etc.*

- **Perrine** : est-ce que la due diligence financière est indispensable ?

*Pour moi, en tant qu'acheteur, je trouve la due diligence financière indispensable.*

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*Jusqu'il y a deux ans, nous utilisons 6 méthodes classiques de valorisation. D'une part, une société vaut parce qu'elle a des actifs, de la trésorerie, etc. C'est ce qu'on appelle les méthodes patrimoniales. D'autres méthodes examinent la rentabilité que la société génère pour pouvoir rembourser un crédit. Nous utilisons des méthodes qui utilisaient les deux approches, nous mettons ça dans une espèce de moulinette, et nous faisons des moyennes à 4 ans, 3 ans, 2 ans, etc. Cela nous donnait une fourchette de valeur. Quelqu'un qui dit que votre société vaut 1.233.000€, je n'y crois pas. C'est toujours une fourchette. De plus en plus, la méthode utilisée par les acheteurs et les banquiers est la méthode du multiple de l'EBITDA. Nous prenons un multiple, l'EBITDA corrigé, ce qui demande une analyse fine, et nous essayons de déterminer une année normalisée. Le multiple dépend du secteur d'activité. Ensuite, nous retirons l'endettement financier net. Nous tenons également compte d'un besoin en fonds de roulement normalisé. Cependant, un dossier n'est jamais l'autre, mais la méthode de l'EBITDA est systématiquement utilisée. La méthode de l'actif net corrigé, nous continuons également à l'utiliser. Je sais que, par exemple, BDO utilise souvent la méthode de Discounted Cash-Flow, qui nécessite un plan*

*financier sur le futur. Il faut toujours rester prudent, car en fonction des prévisions, des taux d'intérêts, etc., il suffit de 0,5% pour qu'une valorisation de 1.000.000€ passe à 1.200.000€ ou 1.500.000€.*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

*Nous n'avons pas réellement besoin de prendre en compte une décote, car nous prenons les multiples des PME. Les décotes, c'est quand le benchmarking est réalisé sur base de sociétés cotées.*

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*Nous n'avons pas eu de difficultés pour valoriser en tant que tel pendant le Covid. Nous essayons de rester constant par rapport à nos méthodes de valorisation. Par contre, dans les modalités de paiement du prix, nous avons eu des changements. En temps de Covid, les acheteurs étaient beaucoup plus réticents dans certains secteurs. Il y a plus d'appels au crédit-vendeur, à l'earn-out, etc.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*Ça dépend des secteurs. En général, nous n'avons pas intégré ces considérations bilantaires dans nos valorisations. Quand nous allons jusqu'au bout de la transaction, nous réalisons une due diligence comprenant l'inventaire du stock, le contrôle du stock, etc.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?**

*Nous avons eu quelques dossiers dans la jardinerie, pépinières, etc. qui ont connu une augmentation de leur chiffre d'affaires. C'est surtout le secteur lié aux jardins qui a été fortement impacté positivement par la pandémie. Certains n'ont pas du tout été impactés. Étonnamment, dans nos sociétés, beaucoup n'ont pas été impactées. Nous avons une société qui vendait des cuisines pour les collectivités, pour les hôpitaux, etc. où la valorisation a été négativement impactée, car le carnet de commande était là, mais ils ne pouvaient plus rentrer dans les hôpitaux.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Nous avons effectué des normalisations. Que ce soit en raison du Covid, de la guerre en Ukraine, de la crise financière, etc., nous cherchons à normaliser le chiffre d'affaires. Nous utilisons des moyennes pondérées en accordant une pondération à certaines années. Dans certains cas, nous excluons une année car elle n'est pas du tout pertinente par rapport à la valorisation. Une valorisation est une chose, le prix est autre chose.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*Dans le secteur de la construction, les prix ont été catastrophiques. Certaines sociétés avaient anticipé l'indexation dans leurs contrats, d'autres pas. Les prix sont revenus à la normale. Par exemple, avec les tondeuses robots, il y a le prix, mais il y aussi le manque d'approvisionnements. Nous essayons d'adopter une approche macroéconomique.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*L'acheteur réalise son plan financier en intégrant des indexations salariales. La banque ou les Investis financent 70%, et l'acheteur finance 30% de fonds propres. Les banques se rémunèrent en fonction de la rentabilité de l'activité, et sur 7 ans. Dans leur plan financier futur, ils indexent.*

- **Perrine** : et dans les comptes historiques en raison du Covid, les charges de personnel qui ont varié, comment en avez-vous tenu compte ?

*Il y a eu d'autres produits d'exploitation qui sont des indemnités et une diminution des charges de personnel en raison du chômage. Un dossier n'est pas l'autre. Le chiffre d'affaires avait diminué, donc s'il y a eu moins de rémunérations du personnel, nous n'avons pas corrigé. Nous n'allons pas corriger euro par euro, sinon nous devrions augmenter le chiffre d'affaires.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

*Encore une fois, c'est toujours dossier par dossier. Dans certains dossiers, j'enlevais les produits liés au Covid, et d'autres où je ne le faisais pas. C'est compliqué de répondre à cette question, car dans certains dossiers, j'ai complètement éliminé tous les impacts, et d'autres pas du tout, parce que cela avait un sens. Une valorisation n'est pas que les chiffres, nous parlons avec les dirigeants, nous analysons le marché, nous regardons comment les concurrents se sont comportés. Finalement, nous sentons la valeur de l'entreprise en fonction de l'historique et des perspectives futures.*

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation à la baisse ou à la hausse du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

*Oui, nous avons vu que les clients tardaient plus à payer. De manière générale, nous avons vu un besoin de trésorerie plus important.*

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Cela dépend des secteurs, je n'aime pas généraliser.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*C'est clair que personne n'avait une boule de Cristal, car nous avons eu le Covid, mais il y a la guerre en Ukraine. Dans le marché de la transmission, il y a eu une espèce d'attentisme. Tout le monde était dans le néant dans les sociétés qui étaient de près ou de loin liées au Covid. Par exemple, ma société qui installait des cuisines ne pouvait pas rentrer dans les bâtiments. Cependant, dans le secteur du matériel de jardin, les perspectives étaient très bonnes.*

- **Perrine** : avez-vous utilisé des analyses de sensibilité avec plusieurs hypothèses ?

*Non, car dans beaucoup de sociétés que nous avons en portefeuille, la valorisation était déjà réalisée. Pendant le Covid, chez CoPilot, nous n'avons pas eu beaucoup de nouveaux dossiers. Les dossiers étaient avant Covid, la valorisation était déjà réalisée, et nous négocions sur des valorisations passées que nous réadaptions en fonction des modalités de paiement, que nous imaginons si le Covid se perdure pendant autant de temps, etc.*

**Avez-vous personnellement utilisé de manière générale des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Ça dépend des dossiers. Non, nous sommes restés à un multiple entre 4 et 6. Ce sont les modalités de paiement qui étaient différentes.*

- **Perrine** : Avez-vous remarqué une diminution du nombre de transactions ?

*Encore une fois, chaque cabinet répondra. Je pense que dans le secteur, il y a eu un attentisme, mais finalement, je ne pense pas qu'il y a eu une mauvaise année. Si vous voulez, c'est un roulement, nous avons des dossiers qui rentrent et des dossiers qui sortent. Pour vendre une société, il faut compter entre 9 mois et 2 ans. Évidemment, il y a des sociétés que nous vendons en 3 mois et d'autres en 4 ans. Pendant la période Covid, nous avons eu moins de rentrées, mais il y avait des dossiers qui n'attendaient qu'à sortir et qui sont sortis. Avec la hausse des taux d'intérêts, beaucoup de dossiers sont sortis même avant qu'ils auraient dû sortir, car les acheteurs avaient une crainte de la hausse des taux.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**

/

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*Aujourd'hui non, car il y a tellement eu de crises, la guerre en Ukraine, la crise de l'énergie, etc., que je ne dirais pas que les gens sont habitués aux crises et je ne dirais pas non plus que tout roule, car c'est compliqué pour tout le monde, mais nous constatons que les gens ont continué à travailler, l'économie tourne, la plupart des PME fonctionnent. Par rapport au marché de la transmission, honnêtement, je n'ai pas senti de répercussions totales. Je pense que le marché se régule de lui-même. Par rapport au Covid, c'est un peu étonnant, mais j'ai vraiment l'impression que tout le monde a oublié. Je remarque qu'il y a eu un attentisme, que ce soit du côté vendeur ou du côté acheteur. Cependant, nous avons eu beaucoup de vendeurs qui se sont manifestés car c'était la crise de trop. La gestion du personnel a été compliquée, et c'est toujours compliqué. C'est toujours très difficile de trouver de la main d'œuvre qualifiée. Chez CoPilot, nous n'avons jamais eu autant de dossiers, et nous vendons toujours 10 à 15 dossiers par an.*

Entretien n°7	Christophe Remon	11/07/2023
---------------	------------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ?**

*Oui.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?**

*30 ans.*

**A quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité et de localisation ?**

*La localisation, c'est partout en Wallonie et Bruxelles. Les tailles ce sont des PME familiales, du petit artisan à une société qui est soumise au contrôle révisoral. Les plus grosses font 25 à 30 millions de chiffre d'affaires et 7 ou 8 millions de pied de bilan. Les plus petites font 250.000 de chiffre d'affaires, et entre 300.000 et 400.000€ de pied de bilan.*

- **Perrine** : et en termes de valeur d'entreprise ?

*C'est variable. Les plus grosses, entre 14 et 15 millions, et les plus petites, il y en a que j'ai données.*

- **Perrine** : et au niveau du secteur d'activité ?

*Ce sont toujours des PME familiales. Ce ne sont jamais des sociétés qui appartiennent à un groupe. Ce ne sont jamais des sociétés qui font partie d'une multinationale. Les secteurs d'activité, ça peut être le négoce, la transformation, des ateliers métalliques, le secteur alimentaire, des artisans, des professions libérales, etc. Nous faisons un peu quasiment tout.*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*La due diligence financière consiste à faire un audit des comptes de la société pour déterminer s'il n'y a pas de surévaluations d'actifs ou de sous-évaluations de passifs, et si la structure du compte de résultats donne une image plus ou moins fidèle de la situation patrimoniale et de l'activité de l'entreprise. Cette due diligence financière se fait de façon classique, mais elle doit toujours tenir compte d'un seuil de matérialité, ce que les Big4 ont tendance à oublier.*

**Quel est(sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

*A partir du moment où vous avez des normalisations au niveau du compte de résultat, cela impacte votre valorisation, et si les actifs ont une valeur différente que ce que vous avez dans les comptes, évidemment le rendement a une valeur différente de ce que vous avez dans les comptes.*

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*Nous utilisons une quinzaine de méthodes qui ne sont jamais systématiques puisque cela dépend du secteur d'activité et de la typologie de l'entreprise. Pour le moment, nous avons une tendance facile sur l'EBITDA. C'est toujours par rapport aux 3 axes : la valeur dépend de ce que l'entreprise possède : la valeur patrimoniale ; la valeur dépend de ce que la société rapporte : son rendement ; la valeur dépend de ce que la banque est prête à financer : sa capacité de remboursement. C'est toujours autour de ça que nous travaillons pondéré par des primes de risque ou des WACC ou des scénarios différents. Là, nous essayons de développer des procédures qui se basent sur des probabilités.*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

*Oui, mais pas toujours, cela dépend du cas spécifique.*

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*Pendant la pandémie, il y a d'abord eu très peu de cessions-acquisitions, car tout le monde avait très peur. Il y a eu plein de problèmes nouveaux qui sont arrivés. Tout d'abord, la normalisation du chiffre d'affaires a été impactée par le Covid. Il y a eu toute une série de choses qui sont apparues, ce que j'appelais les Walking Dead. Donc, il y a eu un surendettement parce que toutes les banques ont fait des moratoires, les entreprises ont reçu des subsides, des prêts à remboursement ultérieur. Au niveau de l'ONSS, nous avons eu des problèmes, car pas mal de sociétés étaient moribondes et étaient encore sur le marché parce qu'il y avait les moratoires pour vivre. Les résultats étaient tronqués par les primes Covid. Les comptes ne donnaient plus la réalité économique de la société. C'est une première chose. La deuxième chose, c'est que période de stress, donc période de risque, donc une fois que les comptes étaient plus ou moins normalisés, les personnes disaient quand est-ce que le Covid va se terminer. Donc, nous avons eu pas mal d'earn-out, de vendor loan et de clauses résolutoires. Ce sont les principaux impacts. Maintenant, cela s'est impacté sur les valeurs évidemment, car plus le risque est élevé, plus la prime de risque est élevée, et plus le rendement exigé est important.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*La pandémie a chamboulé complètement une certaine vision économique de la PME. Les actifs sont devenus des passifs et les passifs sont devenus des actifs.*

- **Perrine** : Comment avez-vous intégré ces changements dans vos valorisations ?

*Quand je dis les actifs sont devenus des passifs, cela veut dire que, par exemple, pour les immeubles, avant tout le monde trouvait important d'avoir un beau bâtiment. Maintenant avec la pandémie et l'arrivée du télétravail, les immeubles ne sont plus nécessaires, et ne sont plus un actif patrimonial important. Le stock, c'est la même chose. Avant, avoir du stock était un signe de richesse, maintenant le stock est un signe de mauvaise gestion, parce que Internet étant là, si vous voulez des chaussures vertes avec des lacets rouges, vous la commandez sur Internet, vous l'avez demain, et vous ne l'avez pas en stock. Par contre, avant la pandémie, avoir du cash n'était pas bien. En période de pandémie, nous étions contents d'avoir de l'argent. Les gens qui ont de la trésorerie se disent qu'ils ont su tenir le coup pendant la période de la pandémie, et nous allons peut-être arrêter de faire des politiques de dividendes de malade ou essayer d'amaigrir pour avoir un bon effet de levier au niveau des ratios de liquidité ou des ratios de solvabilité ou même du Price Earnings Ratio. Avant, pour le personnel, nous parlions de passif social. Maintenant, nous parlons de guerre de talents. La qualité du personnel, la fiabilité du personnel, la fidélité du personnel sont devenus des éléments essentiels dans les rachats des entreprises. Idem au niveau des emprunts. Avant, les emprunts étaient faciles. Maintenant, une société qui ne fait pas trop d'emprunts a plus de valeur qu'une société qui a beaucoup d'emprunts.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?**

*La distribution, les ventes de matériaux, l'alimentaire ont extrêmement bien performé. La pandémie a aussi donné un coup de boost au local, au bio, au régional, qui ont cartonné en période Covid. Les petits indépendants ont tellement été abreuvés d'aides. Par exemple, je parlais avec un coiffeur qui gagnait*

*plus en période Covid lorsqu'il ne travaillait pas. Par contre, des secteurs ont été fortement impactés, comme les secteurs des soins de santé, les professions libérales. Nous avons aussi pris conscience, avec le problème des masques, des gels, etc., qu'il valait mieux produire un peu plus local et payer un peu plus cher. Maintenant, nous avons un autre aspect qui n'est pas le Covid, c'est la hausse des prix des matériaux. Avant, ce que vous aviez en stock à 100, vous le vendiez 150, maintenant vous le vendez 200. Un deuxième aspect est que les logiciels ERP qui sont sur le marché valorisent le stock souvent au dernier prix d'achat. Quand vous avez en stock des marchandises à 100 que vous avez achetées il y a 10 ans, et que maintenant au 31 décembre cette même marchandise est valorisée à 200, cela impacte votre compte de résultats. Vous avez augmenté artificiellement votre compte de résultats. Vous avez anticipé le résultat. Pendant la pandémie, je l'ai vu beaucoup dans des magasins de détail, ils ont sorti leur vieux stock qu'ils ont vendu à des prix de fou. Je pense principalement aux magasins de bricolage.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*C'est compliqué car nous sommes dans des petites structures. Nous lisons, nous regardons avant et après. Généralement, nous faisons une moyenne que nous pondérons de temps en temps quand nous voyons que nous avons un élément extraordinaire.*

- **Perrine** : est-ce que vous avez sous-pondéré les années Covid ?

*Par exemple, la dernière valorisation ici, nous avons enlevé les années Covid. Ça dépend des dossiers. Le Covid a remis en avant les méthodes de DCF. On en parlait déjà beaucoup avant, mais on parlait beaucoup plus d'EBITDA que de DCF. Ces méthodes sont prédictives basées sur le futur. Je ne suis pas trop partisan, car nous valorisons le futur. Si demain, vous achetez une maison à restaurer, vous n'allez pas payer le prix de la maison restaurée. Les DCF m'embêtent un peu. Mais c'est vrai que c'est un élément essentiel pour déterminer la capacité de remboursement, rassurer les banques, déterminer votre prix, donc il faut appliquer ces méthodes. Mais de là à le sortir comme la nouvelle méthode, non. Je ne paye pas le futur, je paye le présent.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*De nouveau, tout ce qui n'est pas récurrent, doit être enlevé. Nous n'avons pas vraiment regardé car les marges sont les mêmes, car si vous achetez plus cher, vous vendez plus cher. Par contre, nous lissions le compte de résultats. Ici c'est plus compliqué, car vous achetez plus cher, vous payez plus cher mais vous payez plus cher votre personnel.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Nous avons retiré tout ça.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

*L'EBITDA n'est pas une solution. L'EBITDA compare une situation A par rapport à une situation B. Je dis toujours, si demain vous avez une pharmacie qui se situe dans une rue, et en face, vous avez un Medi-market, on va vous dire que le multiple de l'EBITDA pour une pharmacie, je dis n'importe quoi, est de 7, il est évident qu'à partir du moment où le Medi-market s'est mis devant la pharmacie, le Medi-market vaut peut-être 7 fois l'EBITDA mais la pharmacie d'en face ne vaut plus rien. Les méthodes de*

*comparables, je m'en méfie terriblement. Elles sont super faciles, très mises en évidence par les conseillers en cession d'entreprise, mais rien n'est comparable. Si la question est est-ce qu'il faut sortir de notre raisonnement et faire comme si le Covid n'avait pas existé pour le futur, non. C'est évident que nous avons cette épée de Damoclès au-dessus de nous qui fait que nous sommes systématiquement plus frileux pour acheter. Maintenant sortir de la normalisation les impacts du Covid, c'est évident.*

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

*Dans certains secteurs, les stocks ont fondu car tout le monde s'est rué dessus, et il y a eu des ruptures d'approvisionnement. Maintenant, quand je vous dis les actifs sont devenus des passifs et les passifs sont devenus des actifs, ce sont les fournisseurs qui décident. Vous n'achetez plus de la clientèle, mais vous achetez les contrats fournisseurs. Ce sont les fournisseurs qui ont la main. Vous êtes tout content quand vous trouvez un électricien, vous êtes tout content quand vous trouvez un maçon. C'est eux qui ont la main.*

- **Perrine** : et au niveau des délais de paiements, vous avez remarqué des changements ?

*Les fournisseurs sont beaucoup plus hard, car le Covid a fait que les gens ont beaucoup plus peur. Les délais de paiement sont plus stricts. Ils n'hésitent pas à ne pas livrer s'ils ne sont payés à l'avance, ils n'hésitent pas de ne pas continuer la relation s'ils ne sont pas payés. Au niveau des clients, en B2B, il n'y a pas eu trop de différences. En B2C, que vous êtes avec des consommateurs finaux, il faut toujours vous faire payer avant, sinon ils ne vous payent pas. Oui, il y a eu un peu de modifications par rapport à ça.*

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Tous les investissements ont été postposés. Les gens ont eu peur. Puis même, indépendamment de cela, j'ai construit mon bâtiment en période Covid, je peux vous dire que ça a pris un temps de retard. Ça a coûté plus d'argent car les entrepreneurs ne pouvaient être que 2 par camionnette, ils ne pouvaient être que 3 sur un chantier. Ça a ralenti l'économie.*

- **Perrine** : et vous avez tenu compte d'un plus grand budget d'investissement dans le futur dans vos valorisations ?

*Non, car vous n'achetez pas le futur, vous achetez le présent. A partir du moment où vous n'avez plus besoin de bâtiment, que les machines sont disponibles sur Internet, cela dépend le secteur évidemment, vous achetez un savoir-faire, un produit, un contrat fournisseurs ou une structure d'équipe.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*A ce moment-là, personne ne savait. Les prix ont été un peu plus bas. Les clauses de type earn-out, vendor loan et les clauses résolutoires ont été plus utilisées car les gens avaient peur. Ils ont payé moins cher, et si cela revient à la normale, ils paieront plus cher, et si cela ne revient pas à la normale, ils s'en vont.*

- **Perrine** : vous n'avez pas utilisé des analyses de sensibilité avec plusieurs hypothèses en raison du Covid ?

*Les analyses de sensibilité sont arrivées mais sont encore très embryonnaires dans la profession. Elles sont très compliquées car elles se basent sur des probabilités. Par exemple, la probabilité que je réalise un chiffre d'affaires de 1 million est de 30%, car je réalise 1 million si j'ai tel contrat. Par contre, si je*

*n'ai pas tel contrat, je ferai 500.000€, mais je vais licencier donc je vais avoir 100.000€ de bénéfices. Oui mais par contre, j'ai plus de chances de faire 500.000 que de faire 1 millions donc je donne plus de probabilité, donc j'ai moins de risque donc je dois augmenter ma valeur. En bref, c'est super compliqué. L'évolution du marché de la valorisation passera par des statisticiens et plus des réviseurs. Nous aurons besoin de réviseurs pour les due diligence, mais pour les analyses de scénarios, il faudra passer par des mathématiciens.*

**Avez-vous personnellement utilisé, de manière générale, des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Le multiple de l'EBITDA a diminué. J'ai déjà vu passer des multiples de 10, nous sommes redescendus sur des multiples de 7 car les banques financent en 7 ans, et puis nous sommes descendus sur des multiples de 5 en période Covid. Maintenant, nous remontons tout doucement.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**

*Le WACC est une notion fourre-tout. Je suis assez sceptique aussi car les gens mettent tout et rien là-dedans. C'est la prime de risque qui détermine ce que vous déterminez comme WACC. Il est évident que, comme nous étions en période de risque, nous mettions des WACC importants. Maintenant, je vois des WACC de 70-80%. Pour des sociétés en difficultés, des gens prennent des WACC de 80-90%, ce qui fait que le prix ne ressemble à rien. Nous sommes proches de la valeur de liquidation. Beaucoup de gens tapent dans le WACC toutes les primes de risques, que ce soient l'illiquidité, la prime de contrôle, la prime de scénarios, etc.*

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*Oui, les gens sont plus frileux. Il y a moins de nouveaux entrepreneurs et les entrepreneurs existants sont fatigués par la crise du Covid qui leur a demandé beaucoup de résilience, et puis après la guerre en Ukraine, la hausse des matériaux, et la guerre des talents. Cette nouvelle génération post-covid qui a décidé que toutes les satisfactions, nous pouvons les avoir en dehors du travail, sauf l'une, l'argent, font que ces entrepreneurs ont envie de vendre. Les seuls acheteurs sont des grosses structures qui achètent un volume. Les PME locales se font racheter par des gros acteurs.*

Entretien n°8	Thierry Dehout	13/07/2023
---------------	----------------	------------

**Acceptez-vous que cette entrevue soit enregistrée à des fins de retranscription ?**

*Oui.*

**Acceptez-vous que votre identité soit divulguée ou préférez-vous répondre à ce questionnaire de manière anonyme ?**

*Tu peux divulguer mon identité.*

**Combien d'années d'expérience avez-vous dans la valorisation ?**

*18 ans.*

**A quels types d'entreprises correspondent vos clients en termes de taille, de secteur d'activité et de localisation ?**

*Tout type de secteur d'activité, tout type de localisation située en Belgique francophone, de Arlon jusque Liège, Bruxelles, Tournai, Mons. Nos mandataires sont basés en Belgique francophone, mais cela ne nous empêche pas d'aller chercher des acheteurs ou des contreparties ailleurs. Nous n'avons pas de domaines de prédilection, nous pouvons avoir de très bons dossiers dans des secteurs compliqués, types construction ou HoReCa, et nous pouvons avoir de très mauvais dossiers dans des secteurs porteurs comme l'énergie, le recyclable, etc. En termes de taille de sociétés, nous intervenons sur des valorisations de sociétés basées entre 2 et 15 millions d'euros.*

- **Perrine** : cela reste des PME ?

*Oui, mais le prix de la société n'est pas nécessairement en rapport avec son personnel. Nous avons pour l'instant une société de 220 personnes que nous avons valorisée un peu en dessous de 2 millions €, et nous avons des sociétés de 10 personnes que nous valorisons à 10 millions €. Tout dépend de la rentabilité.*

**Comment définiriez-vous la due diligence financière ?**

*La due diligence financière a deux objectifs. Premièrement, généralement dans les PME, quand un acquéreur remet un prix pour une société et que son offre est retenue, une lettre d'intention est signée. C'est un compromis préalable pour s'engager à négocier la finalisation de la transaction. Le prix proposé dans cette lettre d'intention est sujet à un audit. La due diligence financière vérifie si les paramètres qui ont été énoncés avant la signature de la lettre d'intention se vérifient. On annonce un EBITDA, du cash, des taux de rentabilité, des marges, etc, et la due diligence financière vérifie si ces paramètres sont corrects. S'ils ne le sont pas, l'intention de l'acquéreur sera de revoir le prix et la valorisation. L'autre élément est de cerner le périmètre des garanties. Au terme de la due diligence, il y a une convention de cession des parts de la société, qui est un contrat entre l'acheteur et le vendeur, dans laquelle il y a toutes les modalités de prix, les modalités de paiement, etc. mais il y a également tout un chapitre important qui concernent les garanties de passifs, donc les garanties que le vendeur donne sur le passé de la société. Là, la due diligence financière essaye de voir s'il n'y a pas de problématiques d'actifs sous-estimés, de créances qui ne sont pas nécessairement récupérables, des stocks qui sont surestimés, des actifs qui seraient repris en termes d'amortissement qui ne font plus partie de la société, des éléments de passifs qui ne sont pas repris dans la société, ou des éléments fiscaux qui pourraient susciter un contrôle fiscal. Par exemple, ce qu'il s'est beaucoup posé sont des questions de démembrement de l'immobilier car les vendeurs ont mis à charge de la société toute une série de frais liés à l'immobilier, et au terme d'une période de démembrement, l'immobilier leur revient en tant que personne physique. C'est un exemple parmi d'autres. La due diligence sert à identifier ces risques pour prendre des garanties spécifiques sur les problèmes évoqués pendant la due diligence. Accessoirement, cela permet aussi de voir un peu l'élasticité et l'organisation du cédant parce que si à chaque question posée il faut 15 jours pour que le comptable réponde par rapport à des informations*

qui sont fluides et qui sont données directement, cela permet de déterminer si le patron connaît ses chiffres.

**Quel est(sont), selon vous, le(s) lien(s) entre la due diligence financière et la valorisation ?**

/

**Quelle(s) méthode(s) de valorisation utilisez-vous le plus fréquemment pour évaluer une PME wallonne ? Est-ce que ces méthodes varient en fonction du type d'entreprise à évaluer ?**

*Nous utilisons généralement 3 méthodes. Une méthode basée sur les fonds propres corrigés de la société. Nous regardons les fonds propres et les éléments de sur- et sous-évaluations latentes de la société. Un immobilier qui n'est pas repris à sa juste valeur, un stock qui est repris à une valeur trop importante, des créances qui sont irrécupérables, etc. ou au passif, des éléments de passifs sur des réserves immunisées, etc. qui risquent de modifier les fonds propres. Là, nous avons une photo bilantaire de la société qui correspond à ce que la société vaudrait avant liquidation, si nous liquidons tous ces actifs et que nous payons tous ces passifs. Généralement, nous ne comptons pas le passif social parce que si l'acquéreur veut continuer à gérer la société, ce n'est pas un passif mais un atout. Si nous avons des sociétés qui sont très capitalistiques et très consommatrices d'actifs, par exemple des entreprises de construction avec beaucoup de bâtiments, beaucoup de matériaux, etc., nous avons des fonds propres très élevés à l'inverse de sociétés plutôt de services ou de négoce où le patron a juste besoin de sa voiture, de son ordinateur et de son GSM. Là, nous avons des valorisations de fonds propres relativement faibles pour autant qu'il n'y ait pas une cagnotte dans la société avec une trésorerie excédentaire. La deuxième méthode est plutôt basée sur le passé de la société, sur les rendements historiques. Là, nous faisons un peu d'histoire et d'archéologie financière pour savoir ce que la société a enregistré comme rendement au cours des dernières années dans le but de pouvoir déterminer la valeur si la société performe dans le futur de la même manière que ce qu'elle a performé dans le passé. Nous nous basons sur des agrégats financiers tels que l'EBITDA, l'EBIT, la marge brute sur lesquels nous appliquons des multiples constatés sur d'autres transactions similaires dans le secteur d'activité. Ce sont des multiples de comparables, mais c'est toujours difficile dans une PME de trouver des comparables. C'est plutôt en fonction de la nature du dossier et de l'offre et de la demande. La troisième méthode, qui devrait être la méthode de référence pour l'acquéreur, est l'actualisation des cash-flow futurs de la société. L'acquéreur doit payer le prix qui est en rapport avec ce que la société est capable de générer comme cash-flows libres dans le futur. Sur base d'un business plan et d'un plan de trésorerie de la société, nous déterminons ces cash-flows futurs et nous les actualisons pour obtenir la valeur actuelle de la société. Quand nous avons ces 3 méthodes sous les yeux, nous la complétons par une quatrième qui est, pas vraiment une méthode d'évaluation, mais une méthode où nous nous mettons dans la peau de l'acquéreur. Par exemple, si la société est valorisée à 1 million €, que l'acquéreur amène 20 ou 30% de fonds propres pour financer cette acquisition, et qu'il doit financer 700.000€ généralement sur une période de 7 ans, nous nous demandons si la société a les cash-flows pour rembourser cette charge de remboursement. Si nous voyons qu'il faut 20 ans pour financer l'acquisition, il y a un problème au niveau de l'évaluation ou que la société a des actifs qui ne sont pas en rapport avec ces valeurs de rendement. Nous comparons l'évaluation avec la capacité de financement de la société pour essayer de déterminer un nuage de valeur dans lequel il nous semble que la société peut être cédée.*

**Dans le cadre de l'évaluation d'une PME, intégrez-vous des paramètres qui tiennent compte des risques spécifiques aux PME, tels qu'une décote d'illiquidité ou une prime de risque supplémentaire ?**

/

**De manière générale, quelles sont les difficultés majeures que vous avez rencontrées lors de la valorisation d'une PME en période de pandémie ?**

*J'ai dû intervenir dans une conférence dans le cadre de ce sujet-là. C'est en lien avec les 3 méthodes que je viens d'expliquer. Ce qu'on entend par l'impact des crises, c'était la crise Covid, c'est la crise ukrainienne, c'est la crise énergétique. Sur la méthode patrimoniale, nous avons un impact sur les fonds propres. La société qui a fait des pertes a diminué ses fonds propres. Cela peut aussi avoir des impacts sur certains actifs de la société : l'immobilier selon que la valeur augmente ou baisse, les stocks car, par exemple, nous avons vendu des sociétés types jardinerie, pépinières ou autres qui pouvaient fonctionner avant avec des stocks relativement limités et travailler en flux-tendus, qui ont dû stocker énormément du fait des difficultés d'approvisionnements. Cela peut aussi avoir un impact sur les créances si la société a des clients qui sont eux-mêmes en difficulté car il y a probablement des créances irrécupérables, des délais de paiement qui s'allongent etc. Au niveau de la méthode des multiples, nous avons un impact sur l'EBITDA. La société qui connaît des difficultés voit son EBITDA diminuer, ou inversement, il y a des EBITDA qui ont explosé, par exemple la société qui vend des petits pots en plastique dans lesquels nous avons pu mettre du gel hydroalcoolique ou les pépinières ou les piscinistes. Nous avons des EBITDA qui ont terriblement évolué. La difficulté est de savoir ce qu'on en fait. Dans cette méthode, nous prenons les moyennes des 3, 4, 5 dernières années, il y a des moyennes que nous devons lisser. Nous devons diminuer certains EBITDA anormaux ou nous devons mettre un plancher à certains EBITDA qui sont relativement bas. Il y a eu aussi un impact sur les multiples. En pleine période Covid, les acquéreurs ne se poussaient pas au portillon. Là où nous avons beaucoup de demandes et de concurrence sur un dossier, le multiple a tendance à monter. Là où nous avons peu ou pas de demandes, cela joue sur les multiples. Des secteurs qui sont pour l'instant impactés de manière forte par l'énergie, nous voyons des EBITDA qui diminuent et des multiples qui baissent également. En lien avec la méthode patrimoniale, ces crises ont eu des impacts sur la trésorerie et la dette financière. Qui dit constitution de stocks, dit financements à court terme via des straight-loans. Théoriquement, la dette financière vient en déduction de la valeur d'entreprise, mais c'est surtout une dette d'exploitation qui est liée à des faits conjoncturels. Pour la troisième méthode, nous avons un impact sur le business plan. Nous avons eu tendance à valoriser des business plans avec une croissance nulle ou décroissance. Nous n'avons plus pu nous permettre des scénarios de croissance qui étaient trop importants. Il y a eu une tendance au pessimisme dans les scénarios. Dans les taux d'actualisation, les WACC, les primes de risque ont été plus élevées, et plus nous utilisons un WACC élevé, plus nous avons une valeur d'entreprise qui baisse. Nous retrouvons aussi dans cette méthode l'impact sur la trésorerie et la dette financière. Ces crises ne nous facilitent pas la vie dans les valorisations d'entreprises car l'historique sur lequel nous devons nous baser théoriquement ne va plus se reproduire. Le business plan que nous devrions faire pour valoriser n'est pas évident, car c'est très difficile d'avoir une visibilité à plusieurs années pour une société. Il y a aussi des impacts sur le financement. Les banques ont été vachement refroidies. Les fonds propres ont augmenté, les taux ont augmenté, les garanties ont augmenté. Tout ça a eu des impacts sur la capacité de remboursement. Cela a aussi eu des impacts sur la négociation et la transaction. Les acquéreurs ont eu plus l'occasion de demander des crédits vendeurs. Cela a eu un impact également sur les compléments de prix variables. Une société qui a connu des gros problèmes pendant le Covid qui dit que dès que la crise sera passée, elle va retrouver un niveau de rentabilité d'avant Covid, c'est-à-dire de 2018 et 2019, l'acquéreur attend de voir et négocie un complément de prix. Nous pouvons mettre une valorisation sur base des niveaux de 2018 et 2019, mais si elle est 20% en dessous de ce niveau-là, l'acquéreur fait un complément de prix variable. Les acquéreurs ont également demandé beaucoup plus de garanties. Les durées d'accompagnement sont parfois aussi plus longues parce qu'un complément de prix variable, pour un vendeur c'est donner le guidon de la voiture à un acquéreur sans plus avoir de maîtrise sur l'évolution future de la société. Certains vendeurs qui voulaient malgré tout vendre et ne plus devoir travailler encore 2 ou 3 ans pour démontrer de meilleurs résultats, ont préféré accompagner part-time les acquéreurs pour avoir la maîtrise sur le futur de la société. C'est sans parler des effets conjoncturels et structurels sur les secteurs. Nous avons un grossiste dans le mazout, et il commence seulement à avoir des prix qui se sont stabilisés. Au début de l'année, toutes les heures, le prix de livraison du mazout changeait.*

**La pandémie a eu des répercussions sur certaines catégories du bilan : les immobilisations corporelles ont été inutilisées pendant une certaine période, les stocks ont été écoulés moins rapidement et/ou se sont détériorés, les créances commerciales ont été plus difficilement recouvrables, les dettes commerciales ont été plus difficiles à payer... Avez-vous intégré ces répercussions dans vos évaluations ? Si oui, de quelle manière ?**

*Dans les corrections du bilan, si je prends par exemple l'immobilier, la valeur comptable n'a pas changé mais c'est la valeur vénale qui a changé. C'est dans la correction des fonds propres que nous avons tenu compte des éléments bilantaires. Par exemple, dans les créances, c'est en regardant les balances âgées et en regardant l'historique des créances. Là ou durant les années précédentes, un client payait à 60 jours, s'il se met à payer à 90 jours, il y a aura un impact. C'est vraiment en analysant poste par poste l'impact que pourrait avoir la crise Covid sur la société que nous en avons tenu compte.*

**Suivant votre expérience du terrain, quels sont les secteurs qui ont connu une baisse de leur chiffre d'affaires, et à l'inverse, quels sont ceux qui ont enregistré une augmentation de leur chiffre d'affaires pendant et/ou après la pandémie ?**

*Tout ce qui est événementiel, traiteur, HoReCa, transport ont beaucoup souffert. Parfois, nous avons vu, de manière artificielle, des entreprises qui étaient plus rentables pendant le Covid malgré la fermeture car elles gagnaient plus au travers des aides. Ce qui a été impacté positivement sont les secteurs du jardinage qui après ont vécu le phénomène inverse. La pépinière qui a été boostée pendant le Covid s'est retrouvée moins rentable pendant la guerre ukrainienne parce que les gens ne dépensaient plus. Ils payaient leur pot de fleurs ou leur siège de jardin après avoir payé leur gaz, leur électricité et leur steak. Le pouvoir d'achat a baissé. Les entreprises doivent continuer à chauffer leurs serres, leurs magasins avec des coûts énergétiques qui ont augmenté.*

**Comment avez-vous procédé pour distinguer les augmentations ou diminutions durables du chiffre d'affaires des variations non récurrentes causées uniquement par la pandémie ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Le mieux est de bien comprendre le business model de l'entreprise. Nous avons un dossier dans le domaine des revêtements de sols. Nous regardons la situation actuelle en termes de marge. Nous demandons le carnet de commande, nous demandons de pouvoir faire des coûts de sonde dans les X derniers chantiers de la société, pour voir dans ces X derniers chantiers quelle est la marge. Dans ce secteur où la marge historique était entre 25 et 30% dans le passé, elle est aujourd'hui plus entre 20 et 25%, et même plus proche de 20%. Le passé ne nous le dit pas. C'est en allant vraiment gratter sur le quotidien que nous pouvons déterminer le chiffre d'affaires récurrent. Nous voyons où cela en est par rapport au passé. Dans mon exemple, nous passons en dessous des 20% parce que l'entreprise, sur certains chantiers, a dû dans le cadre de marchés publics baisser ses prix. La valorisation n'est pas une question de formule, elles sont connues et très faciles à expliquer si nous avons un bon tableur Excel. Le tout c'est d'y mettre les bons paramètres et de rentrer dans la logique et dans le business model de l'entreprise pour comprendre comment déterminer des paramètres qui sont utiles pour la valorisation, et que nous pourrions ensuite défendre vis-à-vis des acquéreurs à qui nous n'allons pas faire avaler que nous allons continuer à vendre des piscines au même prix qu'en 2020.*

- **Perrine** : vous ne faites pas forcément des moyennes dans lesquelles vous avez sous-pondéré le chiffre d'affaires Covid ?

*Nous faisons des moyennes. Parfois, nous excluons tout simplement 2020 ou alors nous gardons 2020, mais nous gardons uniquement la marge et non la valeur absolue. En allant chercher des paramètres du passé, nous pouvons essayer de faire un compte de résultats hypothétique sur lequel on valorise la société.*

**Les fournisseurs ont également été impactés par la pandémie mondiale, ce qui a pu entraîner des changements dans les coûts d'approvisionnement. Quels changements avez-vous remarqué dans les coûts d'approvisionnement des PME wallonnes ? Comment avez-vous normalisé ces coûts dans vos valorisations ?**

*Quand nous faisons des valorisations 2023, et que nous prenons les coûts de personnel par exemple, il y a eu une augmentation de 10 à 12% des coûts de personnel. Nous avons impacté l'EBITDA d'un montant de 10 à 12%, sauf si le client nous disait qu'il répercutait ces coûts chez ses clients. Je prends un autre dossier un peu compliqué. Une entreprise de transport qui fait du transport frigorifique pour la grande distribution et qui fait aussi du transport d'engins pour la construction. Cette entreprise a comme clients la grande distribution où ils n'ont aucun pouvoir de négociation. Ils sont même dans des contrats où ils ne peuvent pas adapter leurs prix ou seulement avec un retard de 6 mois voire 1 an. Idem vis-à-vis de la construction, ils ne vont pas pouvoir augmenter leur prix de vente. Par contre, le salaire des chauffeurs a augmenté, le carburant a augmenté, etc. Là, nous impactons quasiment à 100% les hausses des prix sur l'EBITDA. Là ou dans d'autres secteurs, par exemple les gens qui travaillent pour les marchés publics ont normalement gagné leur vie parce que dans les marchés publics, il y a des clauses de révision de prix qui sont directement liées à l'Index santé. Là, automatiquement, il y a eu des indexations même s'ils n'avaient pas augmenté leurs coûts dans les faits. Cela demande dossier par dossier, secteur d'activité par secteur d'activité de comprendre si oui ou non il y a des ajustements à la hausse ou à la baisse des coûts.*

- **Perrine** : et au niveau du Covid, vous avez surtout regardé les marges ?

*Je n'ai pas d'exemple en tête d'augmentation de prix liée au Covid. Ce qu'il s'est surtout passé, ce sont des ruptures d'approvisionnements. J'ai un exemple dans la construction où il n'y avait plus moyen d'avoir de châssis. Or le châssis permet de fermer le bâtiment et d'effectuer les travaux de parachèvement. Ici, tant que les bâtiments n'étaient pas fermés, le chantier restait ouvert. Il y a eu un allongement des délais. Ce n'est pas vraiment le prix des châssis qui est important dans mon exemple, c'est le fait que cette donnée ne permettait pas d'avancer dans les chantiers.*

**Les charges liées au personnel ont subi des variations importantes pendant la pandémie en raison notamment du chômage, du paiement d'indemnités de licenciement et/ou des congés maladie. Comment avez-vous déterminé le niveau de charge de personnel à prendre en compte dans la valorisation ? Comment ces variations ont-elles été intégrées dans vos évaluations ?**

*Nous ne nous sommes pas trop embarrassés avec ces charges de 2020. Nous avons plutôt tendance à le mettre entre parenthèses. C'est une année tellement chaotique que d'aller comprendre les variations dues en chiffre d'affaires ou en coûts, cela ne donnait pas grand-chose. Quand c'était trop impacté, nous n'avons juste pas tenu compte de 2020.*

**Comment avez-vous procédé pour normaliser l'EBITDA des entreprises dans vos valorisations ? Pensez-vous qu'il faut éliminer tous les impacts de la pandémie et faire comme si la Covid-19 n'avait jamais existé ?**

*Tenir compte malgré tout de 2020 mais commencer à nettoyer les produits et charges pour arriver à un EBITDA normal 2020, ça ne sert à rien. Nous allons retomber sur 2019, comme s'il n'y avait pas eu le Covid. La société aurait continué à faire le même chiffre d'affaires, à vendre au même prix, etc. Tant qu'à faire toute cette correction-là, maintenons du 2019. Par contre, là où c'est parfois intéressant c'est de voir la résilience de la société par rapport au Covid. La société qui a pu mettre au chômage économique, sauver les meubles en gérant bien les coûts, cela a un avantage dans un argumentaire de vente. En cas de catastrophe, la société sait faire un repli sur elle sans connaître la faillite ou sans être en difficulté. Le message général que je veux te faire passer est qu'il n'y pas de règles de valorisation si ce n'est une que nous sommes dans des cas particuliers. Les méthodes sont universelles, mais c'est toujours du cas particulier. Dans nos évaluations, nous faisons ce que nous appelons un 360° c'est-à-dire que nous sortons des comptes pour comprendre comment fonctionne la société. Là, nous comprenons sa dynamique au niveau du personnel, au niveau du marché, etc. Il y a plein d'éléments*

conjoncturels ou non-bilantaires qui influencent l'évaluation. Une pollution qui n'est renseignée nulle part dans les comptes, c'est peut-être 500.000€ de dépollution.

**Avez-vous observé des changements dans le niveau de besoin en fonds de roulement des PME wallonnes, plus particulièrement dans les délais de paiement des clients et des fournisseurs et/ou le taux de rotation du stock, qui ont entraîné une variation du BFR en raison de la pandémie ? Si oui, comment en avez-vous tenu compte dans vos valorisations ?**

*Oui je te l'ai expliqué tout à l'heure. Nous avons un allongement du délai de paiement clients, une tendance à répercuter sur les fournisseurs, et une augmentation des volumes de stock. En corollaire, si la société n'a pas le cash en interne pour pouvoir faire face aux augmentations du besoins de fonds de roulement, il faut financer le fonds de roulement avec des crédits court terme.*

**En raison de la pandémie, avez-vous remarqué un ralentissement des dépenses d'investissements des PME wallonnes ? Si oui, comment ces retards ont-ils été pris en compte dans la détermination de la valeur de l'entreprise pour un acquéreur potentiel ?**

*Oui. Autant la pandémie, nous savions que cela allait être quelque chose qui n'allait pas durer et que la vie allait reprendre, autant la guerre en Ukraine amène beaucoup d'incertitudes. Entre la pandémie et la guerre en Ukraine, nous avons senti une vague de réinvestissements car la tempête était passée. La guerre en Ukraine amène beaucoup de pessimisme par rapport à ça et nous sentons quand même une beaucoup plus grande prudence.*

- **Perrine** : et vous en avez tenu compte en prenant un budget d'investissement plus important dans vos valorisations ?

*Dans la méthode du DCF, nous devons tenir compte des investissements. Nous avons tenu compte du niveau d'investissements que le patron nous disait normal dans une boîte comme la sienne. Nous avons tenu compte des stricts besoins d'investissements. Nous sommes plus réservés dans des business plans avec des croissance à deux chiffres. Nous allons plutôt nous baser sur des croissances à 1 chiffre.*

**La pandémie a provoqué une augmentation de l'incertitude dans presque tous les secteurs ce qui a impacté la fiabilité des prévisions. Comment cette incertitude a-t-elle affecté l'exercice de prévisions des performances financières d'une entreprise ?**

*Au niveau des prévisions de chiffre d'affaires, nous avons été beaucoup plus prudents. Au niveau des coûts, nous avons tenu compte des augmentations de coûts conjoncturels.*

- **Perrine** : utilisez-vous des analyses de sensibilité avec plusieurs scénarios ?

*Oui, nous avons des sensibilités liées à des paramètres, type croissance de la société. Nous avons des best-cases, des worst-cases, etc. Nous avons aussi des sensibilités par rapport aux différents taux d'actualisation. Pour les méthodes basées sur les multiples, nous avons une sensibilité sur l'EBITDA et une sensibilité sur le multiple. Cela nous donne un tableur dans lequel on prend la diagonale entre le plus bas et le plus haut en fonction des différents paramètres.*

**Avez-vous personnellement utilisé, de manière générale, des multiples de l'EBITDA plus faibles qu'avant la pandémie ?**

*Le multiple de l'EBITDA n'est pas fonction d'un secteur quoi qu'on en dise. Dans les PME, le multiple est fonction de la nature de la boîte. Nous avons pour l'instant deux sociétés dans l'IT. L'une est intégrateur Odoo, tout le monde veut faire de l'Odoo, Odoo a le vent en poupe, donc nous avons des multiples qui sont largement au-dessus de 5. L'autre fait de l'IT plutôt ERP plus ancien ou de la bureautique ou de l'informatique interne, rien de très innovant. Nous avons des multiples en-dessous de 5. Ce qui est publié en termes de statistiques est sous le terme IT. Là, nous avons encore de la chance parce que parfois, c'est sous l'intitulé service. C'est notre sensibilité de faire 15 à 20 transactions par an dans tous les secteurs qui nous permet de choisir un multiple.*

**Quelles sont vos observations concernant l'évolution du WACC utilisée dans vos valorisations, et plus particulièrement du coût des capitaux propres et du coût de la dette en raison de la pandémie ?**  
*Le coût du capital a augmenté. Mais, les données de la pandémie sont une parenthèse dans laquelle nous ne regardons pas trop. Non pas pour masquer la réalité, mais parce qu'elles sont tellement difficiles à interpréter.*

**En guise de conclusion, pensez-vous que la crise de la Covid-19 a encore, à l'heure actuelle, des conséquences sur la valorisation des PME wallonnes et pourquoi ?**

*Je ne pense pas. Je pense que c'est plutôt en termes de stratégies. L'import-export et la délocalisation d'un certain nombre de fonctions critiques dans la société, les entreprises y regardent à deux fois. Nous avons tendance à relocaliser plus près, en Europe, ou d'externaliser ce risque. C'est plutôt dans les éléments de risques que nous allons trouver un changement d'attitude. Mais forcément, si le business model change, cela va avoir un impact sur les comptes. S'il faut plus stocker, comme je disais tout à l'heure, nous allons avoir des conséquences financières. Pour ça comme pour le reste, tout le monde a déjà oublié ce Covid.*

# Bibliographie

- Alao, B. B., & Gbolagade, O. L. (2020). Coronavirus pandemic and business disruption: The consideration of accounting roles in business revival. *International Journal of Academic Multidisciplinary Research*. <https://ssrn.com/abstract=3614521>
- Angwin, D. (2001). Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers. *Journal of World Business: JWB*, 36(1), 32–57. [https://doi.org/10.1016/S1090-9516\(00\)00053-5](https://doi.org/10.1016/S1090-9516(00)00053-5)
- Astolfi, P., Chastenet, É., Marion, A., & Thauvron, A. (2014). Méthode des multiples: Contribution à l'évaluation des entreprises. *Revue française de gestion*, 40(242), 83–101. <https://doi.org/10.3166/RFG.242.83-101>
- Baeten, O., De Wulf, V., Goeminne, A., Meunier, I., Smolders, A., Wittemans, H., Breesch, D., & Vandernoot, J. (2014). *Transmission/reprise de PME: la valeur ajoutée de la mission de due diligence*. Maklu.
- Banque Nationale de Belgique. (2023). *Évolution des crédits aux entreprises au premier trimestre de 2023*. NBB. <https://www.nbb.be/doc/dq/f/dq3/tfk.pdf>
- BDO. (n.d.). *Red-flag and selective-focus due diligence*. BDO. Consulté le 26 mai 2023 sur <https://www.bdo.de/en-gb/services/advisory-services/corporate-finance/red-flag-and-selective-focus-due-diligence>
- Berens, W., & Strauch, J. (2002). *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen – eine empirische Untersuchung*. Peter Lang International Academic Publishing Group. <https://www.peterlang.com/document/1068414>
- Bhagwan, V., Grobbelaar, S., & Bam, W. (2018). A SYSTEMATIC REVIEW OF THE DUE DILIGENCE STAGE OF MERGERS AND ACQUISITIONS: TOWARDS A CONCEPTUAL FRAMEWORK. *South African Journal of Industrial Engineering*, 29(3), 217–234. <https://doi.org/10.7166/29-3-2061>
- Busetto, L., Wick, W., & Gumbinger, C. (2020). How to use and assess qualitative research methods. *Neurological Research and practice*, 2, 1-10. <https://doi.org/10.1186/s42466-020-00059-z>
- Code de droit économique du 28 février 2013, art. I.1. 1°.
- Commission des Normes Comptables. (2019). *Avis CNC 2018/25 – Provisions*. CNC-CBN. Consulté le 24 mai 2023 sur <https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/provisions>

- Commission des Normes Comptables. (2022). *Avis CNC 2022/03 – Application des critères de taille visés aux articles 1:24 et 1:25 du Code des sociétés et des associations*. CNC-CBN. Consulté le 23 juin 2023 sur <https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/application-des-criteres-de-taille-vises-aux-articles-124-et-125-du-code-des-societes-et-des>
- Coulon, Y. (2022). *Les bases de l'évaluation d'une PME*. Dunod.
- Crahay, P., Levaux, M., Gustin, M., & Steils, S. (2017). *Transmettre une société : aspects juridiques, fiscaux et successoraux*. Edipro.
- Damodaran, A. (2020). *Total Beta By Industry Sector – Europe* [Base de données]. NYU Stern. Consulté le 20 juin 2023 sur <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2021). *Total Beta By Industry Sector – Europe* [Base de données]. NYU Stern. Consulté le 20 juin 2023 <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2022). *Total Beta By Industry Sector – Europe* [Base de données]. NYU Stern. Consulté le 20 juin 2023 <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- De Caemel, C. (2023). *Ne dites plus SRIW, Sogepa ou Sowalfin....Trends Tendances*. Consulté le 25 juin 2023 sur <https://trends.levif.be/a-la-une/politique-economique/ne-dites-plus-sriw-sogepa-ou-sowalfin/>
- Deloitte. (n.d.). *Covid-19: impacts on the due diligence process and best practices*. Deloitte. Consulté le 18 mai 2023 sur <https://www2.deloitte.com/br/en/pages/strategy-operations/articles/covid-19-fusoes-aquisicoes-due-diligence.html>
- Dhyne, E., & Duprez, C. (2021). *Les entreprises belges face à la crise du COVID-19*. NBB. Consulté le 11 juin 2023 sur <https://www.nbb.be/fr/articles/les-entreprises-belges-face-la-crise-du-covid-19>
- Dossogne, S. (2005). *Valorisation et cession d'entreprise : De l'intention à la finalisation, de la valeur au prix*. Edipro.
- Durocher, P., & Deschênes, M. (2020). *M&A: Due diligence in uncertain times*. Raymond Chabot Grant Thornton. Consulté le 18 mai 2023 sur <https://www.rcgt.com/en/insights/merges-acquisitions-due-diligence-pandemic/>
- Dwiyantri, A., & Wondabio, L. S. (2023). Financial Due Diligence in Increasing Company Value Through Banking Mergers and Acquisitions During COVID-19. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis: Jurnal Program Studi Akuntansi*, 9(1), 13-29. <https://doi.org/10.31289/jab.v9i1.8527>

Ernots, M. (2020). *Comment le coronavirus change-t-il le processus de due diligence ?* Grant Thornton Belgium. Consulté le 19 septembre 2022 sur <https://www.grantthornton.be/fr/insights/articles/comment-le-coronavirus-change-t-il-le-processus-de-due-diligence-lors-des-fusions-et-acquisitions/>

Fernandez, P., García de la Garza, D., & Fernández, A. (2023). Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023. *Social Science Research Network*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4407839>

Harvey, M. G., & Lusch, R. F. (1995). Expanding the nature and scope of due diligence. *Journal of Business Venturing*, 10(1), 5–21. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)00020-U](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)00020-U)

Howson, P. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. Gower Publishing, Ltd.

Institut des Réviseurs d'Entreprises. (2007). *Comment reprendre une entreprise ? De l'importance des audits d'acquisition*. IBR – IRE. [https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/Documents/reglementation-et-publications/publications/brochures/PME/7370\\_Comment-reprendre-une-entreprise-De-limportance-des-audits-dacquisition.pdf](https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/Documents/reglementation-et-publications/publications/brochures/PME/7370_Comment-reprendre-une-entreprise-De-limportance-des-audits-dacquisition.pdf)

Institut des Réviseurs d'Entreprises. (2014). *Transmission et valorisation de l'entreprise : challenges*. IBR-IRE. Consulté le 28 mai 2023 sur <https://www.ibr-ire.be/fr/notre-profession/secteurs-dintervention/pme/plateforme-evaluation-d-entreprises/challenges>

Institut des Réviseurs d'Entreprises. (n.d.). *L'obligation de désigner un commissaire*. IBR-IRE. Consulté le 23 juin 2023 sur <https://www.ibr-ire.be/fr/notre-profession/missions/missions-legales-permanentes/l-obligation-de-designer-un-commissaire>

Institute for Tax Advisors and Accountants. (2020). Les « comptes annuels COVID-19 ». *ITAA-ZINE*, (7), 3-9. [https://issuu.com/institutetaxadvisorsaccountants/docs/itaa-zine\\_07-2020\\_november\\_fr/1](https://issuu.com/institutetaxadvisorsaccountants/docs/itaa-zine_07-2020_november_fr/1)

Kooli, C., & Lock Son, M. (2021). Impact of COVID-19 on Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings. *Businesses*, 1(2), 102–114. <https://doi.org/10.3390/businesses1020008>

KPMG. (2020a). *COVID-19: Considerations for financial due diligence*. KPMG. Consulté le 18 mai 2023 sur <https://kpmg.com/uk/en/home/insights/2020/06/covid-19-implications.html>

KPMG. (2020b). *COVID-19: Impairment considerations*. KPMG. Consulté le 1 juin 2023 sur <https://kpmg.com/be/en/home/insights/2020/05/dl-covid-19-impairment-considerations.html>

- KPMG. (2020c). *COVID-19 impact: the due diligence perspective*. KPMG. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/in/pdf/2020/05/covid-19-impact-due-diligence-perspective.pdf>
- Kroes, D. (2022, 18 novembre). *Réussir sa transmission - Valoriser son entreprise* [Conférence]. Semaine de la Transmission d'entreprise en Wallonie, Gosselies.
- Lajoux, A. R., Elson, C., & Clements, P. J. (2000). *The art of M & A due diligence: navigating critical steps and uncovering crucial data*. Mc Graw-Hill.
- Lambert, M., & Essaheli, H. (2021). Diligences et précautions particulières du réviseur d'entreprises dans l'exercice, le contrôle ou l'appréciation d'une évaluations d'entreprise, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés. *Tax Audit and Accountancy*, (72), 38-51. <https://hdl.handle.net/2268/265880>
- Lejeune, C. (2019). *Manuel d'analyse qualitative : analyser sans compter ni classer*. De Boeck.
- Lessambo, F. (2021). *U.S. Mergers and Acquisitions: Legal and Financial Aspects*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-85735-6>
- Matzen, F.J. (2018). Financier Due diligence. Dans T. Just & H. Stapenhorst (dirs.), *Real Estate Due Diligence* (pp. 89-146). Springer International Publishing AG. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-62510-2\\_4](https://doi.org/10.1007/978-3-319-62510-2_4)
- Mullins, T., Thornton, B., & Adams, M. (2011). The Role Of Due Diligence In The Business Valuation Process. *Journal of Business & Economics Research (Littleton, Colo.)*, 5(5). <https://doi.org/10.19030/jber.v5i5.2545>
- Nicoară, M. (2019). The Adjusted Net Asset, a Patrimonial Method to Determine the Value of Economic Entity. *International Conference KBO*, 25(2), 69–73. <https://doi.org/10.2478/kbo-2019-0059>
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques. (2023). *Taux d'intérêt à long terme (indicateur)*. OCDE Données. Consulté le 27 juin 2023 sur <https://data.oecd.org/fr/interest/taux-d-interet-a-long-terme.htm>
- Parienté, S., & Martinez, I. (2020). *Diagnostic financier de l'entreprise : méthodologie et stratégies gagnantes*. Dunod.

- PWC. (2020a). *COVID-19 impact on accounting and valuation for impairments*. PWC. Consulté le 1 juin 2023 sur <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/COVID-19-impact-on-accounting-and-valuation-for-impairments.html>
- PWC. (2020b). *Deal considerations in a Covid-19 world*. PWC. Consulté le 19 mai 2023 sur <https://www.pwc.com/vn/en/publications/vietnam-publications/deal-considerations.html>
- Recommandation 2003/361/CE de la Commission européenne du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises. Journal officiel de l'Union européenne. (Journal Officiel de l'Union européenne, 20 mai 2003)
- Sherman, A. J., & Pryzant, P. (2021). An M&A Guidebook for a Post-pandemic World: Creative Ways to Bridge the Gaps between Buyers and Sellers after the COVID-19 Pandemic. Dans C.L. Cooper & S. Finkelstein (dirs.), *Advances in Mergers and Acquisitions* (pp. 1-12). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1479-361X20210000020001>
- Shved, Y. A. (2021). Impact of covid-19 on the scope and framework of due diligence. *Економічна теорія та право*, 2(45), 130-133. <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=991322>
- Sillero, A. (2002). *Diagnostic global de l'entreprise: Guide pratique d'investigation et de due diligence destiné aux opérations d'acquisition, de fusion et d'évaluation d'entreprises*. ESKA.
- SOWACCESS. (2020). *La transmission d'entreprises en Wallonie : Retour sur 2019 et perspectives 2020. Chiffre-clés et tendances*. SOWACCESS. [http://www.sowaccess.be/sites/default/files/reporting\\_sowaccess\\_v3.pdf](http://www.sowaccess.be/sites/default/files/reporting_sowaccess_v3.pdf)
- Sowalfin Transmission. (2021). *La transmission d'entreprises : Retour sur 2020 et perspectives 2021. Chiffre-clés et tendances en Wallonie*. Sowalfin. <https://cms.sowalfin.be/wp/wp-content/uploads/2021/08/Reporting-Sowacces-2020.pdf>
- Sowalfin Transmission. (2022). *La transmission d'entreprises : Retour sur 2021 et perspectives 2022. Chiffre-clés et tendances en Wallonie*. Sowalfin. [https://cms.sowalfin.be/wp/wp-content/uploads/2022/09/Reporting\\_Transmission\\_WEB.pdf](https://cms.sowalfin.be/wp/wp-content/uploads/2022/09/Reporting_Transmission_WEB.pdf)
- Spedding, L.S. (2009). Chapter 1 - Introduction and traditional due diligence. Dans L.S. Spedding (dir.), *Due Diligence Handbook* (pp. 1–50). Elsevier Ltd. <https://doi.org/10.1016/B978-0-7506-8621-1.00001-2>
- Spedding, L.S. (2009). Chapter 2 - Due diligence in corporate finance. Dans L.S. Spedding (dir.), *Due Diligence Handbook* (pp. 51–69). Elsevier Ltd. <https://doi.org/10.1016/B978-0-7506-8621-1.00002-4>

- Statbel. (2022a). *Statistique structurelles sur les entreprises 2020*. statbel.fgov. [https://statbel.fgov.be/sites/default/files/files/documents/Analyse/FR/FR\\_19\\_Structuur\\_2020.pdf](https://statbel.fgov.be/sites/default/files/files/documents/Analyse/FR/FR_19_Structuur_2020.pdf)
- Statbel. (2022b). *Nombre d'assujettis actifs à la TVA par classe d'emploi et localisation du siège social, dernière année* [Base de données]. BE.STAT. Consulté le 5 août 2023 sur <https://bestat.statbel.fgov.be/bestat/crosstable.xhtml?view=7c829a05-d41c-410f-b2b4-b12aaba40dc1>
- Statbel. (2023). *Chiffres d'affaires et investissements par an, trimestre, province, activité économique (NACE 2008) d'après les déclarations à la TVA* [Base de données]. BE.STAT. Consulté le 10 juin 2023 sur <https://bestat.statbel.fgov.be/bestat/crosstable.xhtml?view=d0d04a4e-3106-42d6-9c6c-807017e40265>
- Streel, A., & Meunier, V. (2013). Les dix erreurs à ne pas commettre en matière d'évaluation d'entreprises. *Comptabilité et Fiscalité Pratiques*, 2013/1, 2-16. <https://hdl.handle.net/2268/219658>
- UCM, UNIZON & Graydon Belgium. (2023). *Le rapport PME 2022. Aperçu de l'état de santé économique et financière des PME belges*. UCM.
- UNIZO, Graydon Belgium & UCM. (2022). *Le rapport PME 2021. Aperçu de l'état de santé économique et financière des PME belges*. UCM.
- Van Caillie, D., & Leboutte, D. (1990). De la valeur d'une entreprise à la détermination de son prix de cession : le problème du "Goodwill". *La Vie au Bureau*, 1990 (Novembre), 12-20. <https://hdl.handle.net/2268/57533>
- Vlerick Business School. (2022). *2022 M&A monitor - Shedding light on M&A in Belgium*. Vlerick Business School. <https://www.overnamemarkt.be/src/Frontend/Files/userfiles/files/2022%20M%26A%20Monitor.pdf>
- Vlerick Business School. (2023). *2023 M&A monitor - Shedding light on M&A in Belgium*. Vlerick Business School. <https://dam.vlerick.com/m/1e65bb70e95459a6/original/2023-M-A-Monitor.pdf>
- Walter, G. A., & Barney, J. B. (1990). Management Objectives in Mergers and Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 11(1), 79–86. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110107>

- Wangerin, D. (2019). M&A Due Diligence, Post-Acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344–2378. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12520>.
- Warter, I., & Warter, L. (2017). CULTURAL DUE DILIGENCE IN M&A. IMPORTANCE OF SOFT RISKS FACTORS. *Annals of "Spiru Haret" University. Economic Series (English Ed.)*, 17(2), 38–62. <https://doi.org/10.26458/1724>
- Welch, X., Pavićević, S., Keil, T., & Laamanen, T. (2020). The Pre-Deal Phase of Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 46(6), 843–878. <https://doi.org/10.1177/0149206319886908>

# Executive Summary

Starting in China in December 2019, a coronavirus epidemic, known as the "Covid-19" pandemic, has spread rapidly around the world, affecting every continent. Belgium has not been spared, implementing restrictive measures, including full lockdowns, which had repercussions on the national economy.

In many sectors, the Covid-19 pandemic has led to multiple challenges and questioning, including the field of mergers and acquisitions. The purpose of this thesis is to identify the impacts of the Covid-19 crisis on the valuation of Walloon SMEs within the context of an acquisition process. Given its close links with valuation, financial due diligence is also addressed to identify the repercussions of the crisis on the financial indicators examined as part of this mission, which contribute to determining a company's value.

The literature review enabled us to formulate various hypotheses, relating to financial parameters, forecasts, as well as technical valuation parameters such as EBITDA multiples and discount rates, impacted by the Covid-19 pandemic. A qualitative study was carried out by interviewing Walloon SME valuation experts, in order to compare their opinions with the hypotheses put forward.

We can conclude from this thesis that the valuation of Walloon SMEs must take into account possible changes in valuation parameters due to the Covid-19 pandemic. However, we are not in a position to generalize all the impacts of the pandemic and identify trends that apply similarly to all valuation exercises. Indeed, the Covid-19 pandemic has brought about changes, but these impacts are not similar or convergent for all companies, nor do they have a one-off or lasting impact in all cases, nor are they unanimously shared by all the experts we interviewed. Financial due diligence will help to confirm the accuracy of financial indicators and should be carried out in greater depth.

**Keywords:** Covid-19 pandemic – Walloon SMEs – Financial due diligence – Valuation

**Word count:** 29,342