

Introduction

La crise liée à la COVID est le plus grand choc économique que le monde ait connu depuis la Seconde Guerre mondiale. En raison de la crise sanitaire, des milliards de personnes ont été confinées chez elles, entraînant un arrêt brutal de l'économie. Par conséquent, le commerce mondial s'est arrêté, des centaines de millions de personnes ont perdu leur emploi et le niveau d'endettement a fortement augmenté. Alors que l'économie reprend, nous constatons que les effets de la crise impacteront celle-ci à moyen et à long terme. Les investisseurs sur les marchés publics ont constaté rapidement les impacts de la crise sur les valorisations des titres financiers. Par contre, des questions se posent toujours pour les investisseurs en placement privé. Afin d'optimiser l'allocation du capital à l'avenir, les valorisations des sociétés non cotées devront être réévaluées. Une approche d'évaluation globale qui intègre les tendances macroéconomiques, la dynamique du secteur et les facteurs propres à l'entreprise offrira les meilleurs résultats. Cet article présente les principaux facteurs devant être pris en compte par les investisseurs en placement privé lorsqu'ils évaluent leurs portefeuilles et réévaluent les multiples de valorisation des sociétés qui les composent.

1. Aperçu macro-économique: les vents contraires pourraient étouffer la reprise

La crise du COVID a perturbé l'économie mondiale et a accéléré certaines tendances économiques et monétaires. Certaines industries – telles que celles du voyage, des loisirs et de l'hôtellerie – ont été particulièrement touchées par la pandémie, tandis que d'autres ont prospéré. Cependant, même les industries qui ont bénéficié de l'accélération du commerce électronique et du travail à domicile sont confrontées à des vents contraires macroéconomiques potentiellement sévères qui menacent de compromettre leur surperformance passagère.

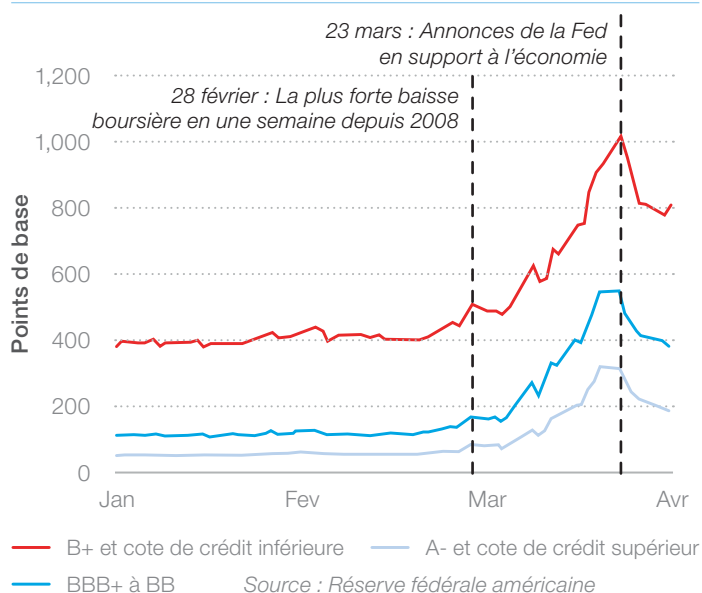
Chômage et confiance des consommateurs

La vigueur du marché du travail qui a précédé l'apparition du virus a été l'une des premières victimes de la récession provoquée par la COVID. Le taux de chômage aux États-Unis est passé de 3,6% en janvier à 11,1% en juin (avec un sommet de 14,7% en avril) alors que celui au Canada a également grimpé en flèche, passant de 5,5% en janvier à 12,3% en juin (avec un sommet de 13,7% atteint en mai). En raison des pertes d'emplois historiques et de l'incertitude économique, l'indice de confiance des consommateurs de l'OCDE est tombé à son plus bas point depuis la Grande récession de 2008. La combinaison des effets du confinement (qui a réduit la consommation), du chômage élevé et de la faible confiance des consommateurs a fait grimper le taux d'épargne personnelle de la partie active des ménages américains à un niveau record de 33%, tandis que le taux d'épargne des ménages canadiens a doublé, passant de 3% au quatrième trimestre de 2019 à 6,1% au premier trimestre de 2020. Bien que certaines des pertes d'emploi puissent être temporaires, le temps nécessaire pour retrouver le niveau d'emploi antérieur au COVID demeure incertain.

Dettes, interventions gouvernementales et impôts

Les niveaux d'endettement des entreprises et des gouvernements atteignent des sommets record en raison de décennies de diminution des taux d'intérêt et d'intervention de l'État dans l'économie. Également, la qualité de la dette des entreprises est à son plus bas niveau. Les écarts de crédit médians ont considérablement augmenté après l'effondrement des marchés financiers en mars dernier. Ces écarts de crédit ont été temporairement supprimés grâce aux interventions agressives et sans précédent des banques centrales.

Écarts de crédit



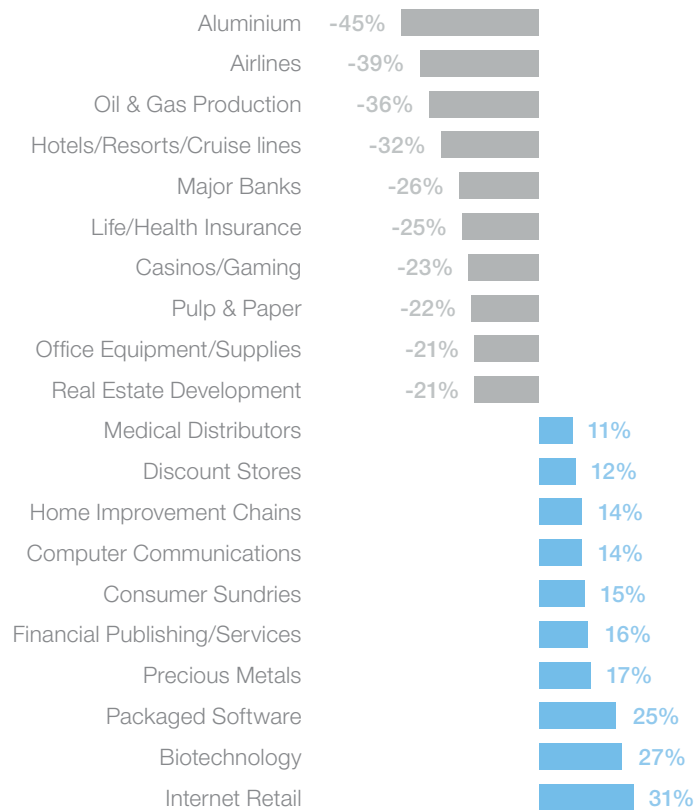


Malgré des mesures de relance budgétaire et monétaire agressives, la vitesse de circulation de la monnaie – le nombre de fois que l'unité monétaire moyenne est utilisée pour acheter des biens et des services au cours d'une période donnée – est à un niveau historiquement bas, ce qui rend les efforts de relance moins efficaces. À mesure que les consommateurs sont confinés, perdent leur emploi, perdent confiance et commencent à augmenter leurs épargnes, ils dépensent moins. Cela a pour effet de réduire la vitesse de circulation de la monnaie. Alors que les niveaux d'endettement continuent d'augmenter, des écarts budgétaires apparaîtront, ce qui nécessitera soit des réductions d'impôts, des mesures d'austérité, une importante dépréciation des devises ou bien une combinaison des trois. Le déficit du budget fédéral américain n'a cessé de croître depuis novembre 2017, date à laquelle le président américain Donald Trump a réduit le taux d'imposition des sociétés de 35% à 21%. La crise du COVID n'a fait qu'exacerber le problème, portant le déficit budgétaire fédéral estimé pour l'année fiscale 2020 à 3,8 billions de dollars, soit un peu moins de 20% du PIB.

2. Asymétrie sectorielle : changement permanent ou choc transitoire?

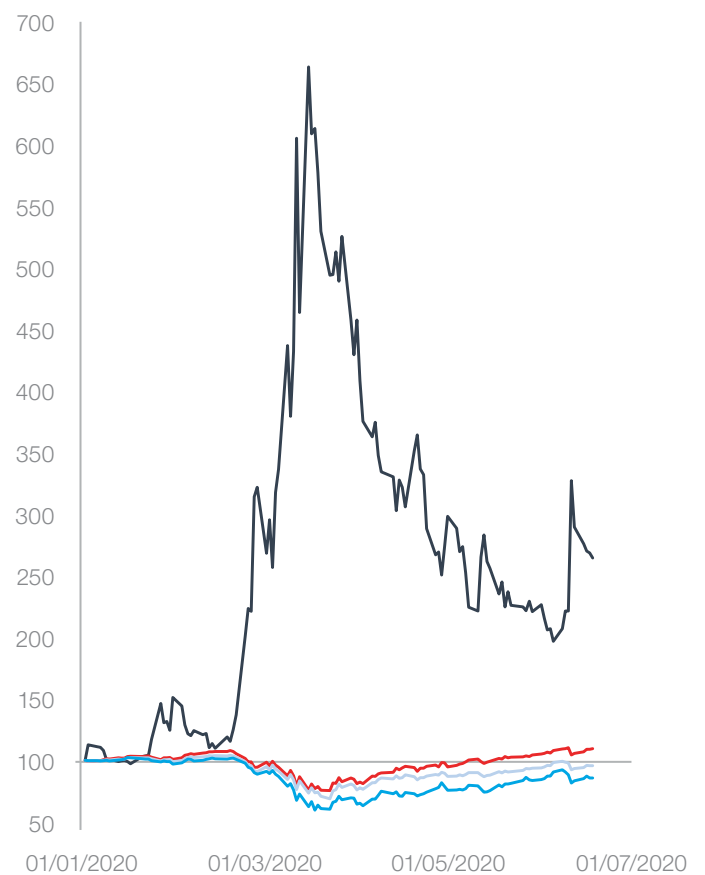
La perturbation économique causée par la COVID a particulièrement touché certaines industries, tandis que d'autres, bien positionnées pour tirer parti du confinement en ont grandement profité. La Grande récession de 2008 qui provient majoritairement du secteur financier avait lourdement impacté les secteurs financier et immobilier. La récession du COVID a quant à elle commencé dans l'économie réelle, des milliards de personnes ayant été contraints de se confiner, paralysant ainsi l'activité économique mondiale. Pour l'avenir, les investisseurs doivent déterminer si les industries fortement touchées sont confrontées à un changement permanent ou à un choc transitoire lorsqu'ils analysent les valorisations.

Rendement depuis le début de l'année %



Source : Trading View, 4 juin 2020

Indices de volatilité 2020 (Base 100)



— VIX - Volatility
 — NASDAQ - Tech Heavy
 — S&P 500 - Large Cap
 — Russell 2000 - Small Cap

Source : Capital IQ

**Voyage**

Les industries liées au voyage ont été parmi les plus touchées par les mesures de confinement et les restrictions de déplacements causées par la COVID. Tant qu'un vaccin ne sera pas mis au point ou qu'un médicament efficace ne sera pas disponible, la demande pour les voyages restera probablement faible. De surcroît, les voyageurs d'affaires qui sont parmi les clients les plus rentables pour de nombreux acteurs du secteur pourraient réduire leur demande de façon permanente à cause de la croissance du télétravail. D'autre part, comme les consommateurs réduisent leurs dépenses en raison du contexte d'incertitude, la demande pour les voyages d'agrément restera probablement faible pendant un certain temps.

Pétrole & gaz

L'industrie mondiale du pétrole et du gaz a été confrontée à un double choc en 2020 : une pandémie mondiale qui a paralysé la demande énergétique et une altercation géopolitique entre l'Arabie Saoudite et la Russie entraînant l'effondrement du plan de réduction de production prévu par l'OPEC+. Ces deux chocs sont potentiellement transitoires, cependant, la croissance des technologies énergétiques vertes, associée aux innovations dans le domaine du transport électrique, pourrait créer des vents contraires susceptibles d'étouffer une reprise durable.

Services financiers

Le choc économique provoqué par la crise du COVID a considérablement affaibli la performance des banques à la suite de l'explosion des défauts de paiement et à l'effondrement du nombre de transactions. La vitesse à laquelle le secteur des services financiers se rétablit est intimement liée à la vitesse à laquelle l'économie dans son ensemble se rétablit. Dans une reprise en forme de L ou de U, un chômage élevé associé à des défauts constants pourrait endommager de façon permanente les bilans des banques et nuire à leurs performances futures.

Détaillants à bas prix

Alors que les taux de chômage s'envolent et que les revenus disponibles s'effondrent, les consommateurs deviennent nettement plus économes, ce qui est propice à la croissance des magasins à bas prix. Si nous assistons à une reprise en forme de V, l'impact positif pourrait s'avérer être transitoire, mais dans le cas d'une reprise plus lente, le secteur bénéficierait probablement d'une surperformance prolongée.

Métaux précieux

Le niveau élevé de la dette publique, combiné à des mesures de relance budgétaire et monétaire sans précédent, a entraîné une résurgence des métaux précieux. Dans de nombreuses devises, le prix de l'or a atteint des sommets historiques puisque plusieurs investisseurs cherchent à stocker la valeur et de couvrir le risque d'inflation. Le prix de l'argent a largement sous-performé celui de l'or dû à son utilisation principalement à des fins industrielles qui diminue en période de faible activité économique. Cependant, la majorité de la production d'argent est le sous-produit de la production de cuivre, de zinc et de plomb. La faible activité économique réduisant la production de ces derniers a donc permis la diminution de l'offre d'argent, stabilisant ainsi les prix.

Vente au détail sur Internet

La croissance du secteur de la vente au détail sur Internet était impressionnante avant la COVID et la crise n'a fait qu'accélérer les tendances du commerce électronique. Alors que le commerce de détail conventionnel a souffert des fermetures forcées de magasins ainsi que des directives de distanciation sociale, le commerce de détail en ligne a explosé, avec une augmentation des commandes de 146 % par rapport à l'année précédente aux États-Unis et au Canada [<https://bit.ly/3hYrzXC>]. Enfin, comme les générations plus âgées ont également commencé à faire des achats en ligne pour la première fois pendant la pandémie, le marché total potentiel a connu une croissance substantielle.

En moyenne, les valorisations des actions mondiales sont en baisse, mais certains secteurs ont connu une appréciation significative des prix dans le contexte de la crise. L'analyse de l'industrie prendra une nouvelle signification dans le monde post-COVID. L'application d'une décote à toutes les évaluations, quel que soit le secteur, est injustifiée ; les investisseurs doivent examiner attentivement la dynamique, les perspectives et le positionnement du secteur dans le processus d'évaluation.



3. Impact sur les multiples : décomposition de la valeur de l'entreprise

Les multiples sont un moyen simple d'exprimer la valeur relative des sociétés non cotées, mais ils sont dérivés des prix du marché des sociétés cotées et ne reflètent donc pas entièrement les fondamentaux. Afin de déterminer l'impact du COVID sur les multiples des sociétés non cotées, il est important de revenir aux fondamentaux. Les principaux moteurs de la valeur d'une entreprise comprennent les flux de trésorerie actuels de l'entreprise, la croissance prévue de ces flux de trésorerie et le taux d'actualisation ajusté au risque, utilisé pour actualiser ces flux de trésorerie futurs.

Flux de trésorerie passés et actuels

Les flux de trésorerie passés et actuels des entreprises de la plupart des secteurs ont été sensiblement affectés par la crise. Il est donc injustifié d'utiliser ces flux de trésorerie comme base de projection des flux de trésorerie futurs. Les investisseurs devraient plutôt ajuster et normaliser les flux de trésorerie actuels pour s'assurer qu'ils reflètent réellement les performances dans des circonstances normales. Toutefois, la norme post-COVID peut différer sensiblement de la norme antérieure au COVID, les investisseurs doivent donc être très attentifs au caractère transitoire ou permanent des impacts lorsqu'ils tentent de déterminer les ajustements appropriés.

Flux de trésorerie prévus

Il sera difficile d'obtenir des projections précises des flux de trésorerie dans le monde post-COVID. Les taux de croissance sont fonction de la croissance des entreprises, de l'industrie et de l'économie. Les taux de croissance des entreprises sont principalement fonction du positionnement concurrentiel relatif au sein d'une industrie. La croissance d'une industrie dépendra de la sévérité des dégâts de la crise du COVID sur celle-ci, ainsi que de la permanence ou du caractère transitoire de l'impact. La croissance économique est la variable la plus difficile à prévoir, l'ampleur des dommages économiques n'étant pas encore totalement mesurée et pourrait ne pas l'être avant un certain temps. Les investisseurs devraient donc agir avec prudence jusqu'à ce que davantage de données soient disponibles dans les mois à venir. De plus, de nombreuses entreprises devront traiter avec des clients et des fournisseurs dans des situations financières précaires, ce qui entraînera, respectivement, une augmentation des créances douteuses et des difficultés d'approvisionnement.

Étant donné que l'incertitude économique et les mesures sanitaires persisteront pendant un certain temps, les investisseurs doivent envisager différents scénarios pour déterminer les flux de trésorerie anticipés, en particulier pour les entreprises œuvrant dans des secteurs fortement touchés. Les valorisations doivent intégrer des analyses de sensibilité pour tester les hypothèses des plans d'affaires qui ont été ou pourraient être affectées par la crise du COVID. Par exemple, divers scénarios doivent être pris en compte pour déterminer le taux de croissance annuel sur la période du plan d'affaires ou la période prévue nécessaire pour revenir aux flux de trésorerie normaux d'avant crise.

Taux d'actualisation ajusté au risque

L'une des façons les plus courantes de calculer le taux d'actualisation est le coût moyen pondéré du capital ("CMPC"). Le CMPC est fonction du coût de la dette, du coût des capitaux propres et de la structure du capital optimale. Le coût de la dette augmentera pour la plupart des entreprises, car l'augmentation des écarts de crédit est supérieure à la baisse des taux sans risque. Aussi, pour certaines entreprises, l'accès à la dette pourrait devenir de plus en plus difficile compte tenu des conditions de crédit plus restrictives, conséquence directe de la détérioration des bilans de nombreuses entreprises. Les structures de capital comprendront ainsi une proportion plus élevée de capitaux propres, ce qui entraînera un coût moyen pondéré du capital plus élevé. Toutefois, les mesures de relance budgétaire et monétaire pourraient aider les grandes entreprises en leur donnant un accès direct à des prêts à faible coût, fournis directement par les banques centrales. L'impact de la crise sur le coût des capitaux propres est plus difficile à évaluer. Le coût des capitaux propres reflète le rendement requis des investisseurs sur les capitaux propres compte tenu des risques associés. Comme la volatilité et l'incertitude restent élevées, les investisseurs seraient susceptibles d'exiger un rendement des capitaux propres plus élevé après la crise pour les compenser des risques supplémentaires.

Il convient de noter que les efforts de relance budgétaire et monétaire ont principalement bénéficié aux grandes entreprises cotées ayant des obligations de première qualité, ce qui a conduit à la création d'un marché à deux vitesses. Les grandes entreprises cotées, dotées de bilans solides, ont pu augmenter leur endettement à des niveaux sans précédent malgré la crise mondiale, tandis que les petites entreprises ont de plus en plus de mal à se maintenir à flot et à trouver du financement. Les investisseurs de petites entreprises non cotées doivent donc veiller à ne pas comparer leurs valorisations à celles de grandes entreprises cotées ayant un accès bien plus large à des capitaux à faible coût.



COVID-19

Évaluation d'entreprise privée – La perspective nord-américaine

Conclusion

Afin d'évaluer l'impact du COVID sur les valorisations des entreprises non cotées, les investisseurs devront ajuster les prévisions des flux de trésorerie et réévaluer les taux d'actualisation. Pour ce faire, les investisseurs devront adopter une approche d'évaluation globale qui accorde plus de poids aux tendances macroéconomiques et aux impacts spécifiques à l'industrie. Dans certaines situations, il peut également être adéquat d'envisager un scénario de liquidation (en plus d'un scénario de continuité d'exploitation) pour refléter les risques d'insolvabilité causés par l'affaiblissement des bilans et du manque de liquidités. De plus, des cessions et des dépréciations peuvent être nécessaires pour les sociétés en portefeuille œuvrant dans des secteurs fortement touchés et confrontés à l'insolvabilité.

Les prochains mois seront cruciaux ; une grande partie des dommages financiers et économiques causés par la crise du COVID se sont produits au cours du deuxième trimestre de 2020. Les données financières et économiques du deuxième trimestre, publiées en juillet et août, aideront les investisseurs à mieux comprendre la portée et l'ampleur des effets de la crise sur les performances des entreprises et l'économie en général. Nous croyons que la récente hausse des valorisations des actions des sociétés cotées est spéculative et due principalement à des politiques non conventionnelles des banques centrales. Notamment l'achat d'obligations d'entreprises directement auprès de leurs émetteurs ainsi que l'achat d'ETF d'obligations à haut rendement sur le marché secondaire. L'impact à long terme de ces politiques reste incertain, mais pour le moment, cela a pour effet d'accroître l'inégalité des richesses et des revenus, ce qui pourrait alimenter les troubles sociopolitiques dans les mois et les années à venir. En attendant que davantage de données soient disponibles, les investisseurs doivent donc faire preuve de prudence dans l'analyse des valorisations.

A propos d'Accuracy

Accuracy accompagne les directions d'entreprises dans leurs prises de décision et les situations de transactions, de différends et de crises. Indépendants, avec une présence et une organisation mondiale, nous associons la réflexion stratégique à l'analyse des faits et des chiffres. Nos équipes sont constituées sur mesure en combinant des expertises variées, et recrutées parmi les meilleurs profils internationaux.

Accuracy est présent dans 13 pays en Europe, Amérique du Nord, Asie, Moyen-Orient et en Afrique, et intervient dans le monde entier.



David Pelletier
LL.B, MBA, EEE

Vice-président

david.pelletier@accuracy.com

+1 514 437 6491



Thomas Regnier
CPA, CA, EEE

Directeur principal

thomas.regnier@accuracy.com

+1 514 437 6492



Zachary Aqua

Analyste

zachary.aqua@accuracy.com

+1 514 437 6496

Les associés et professionnels d'Accuracy sont à votre disposition pour discuter de vos besoins et créer une approche sur mesure avec les experts pertinents.