

# L'impact des nouvelles normes sur l'évaluation, le cas d'IFRS 16

IMA France – Mardi 6 mars 2018



Jean-Baptiste Bellon, SFAF  
Sonia Bonnet-Bernard, RLCF/EY

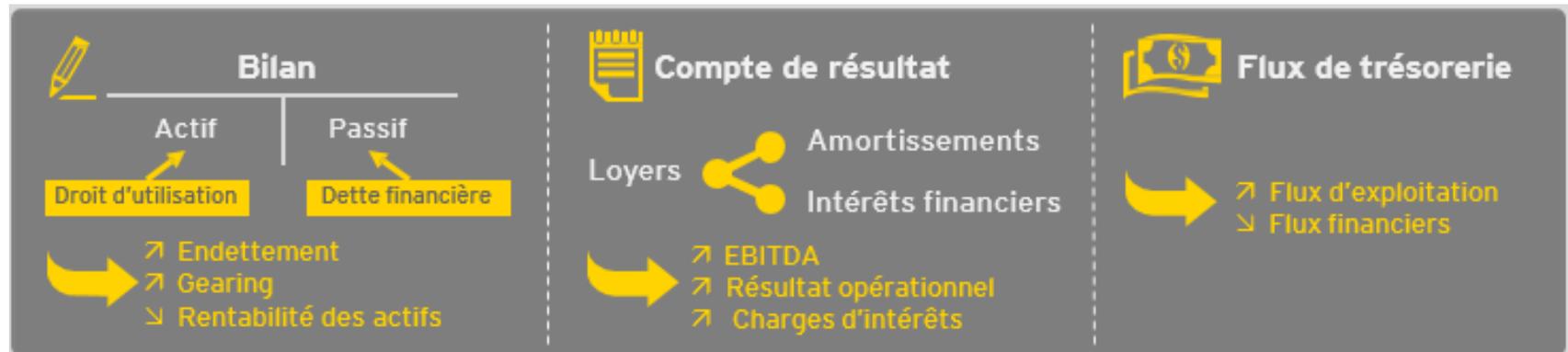
# La norme IFRS 16

---

- Publiée le 13 janvier 2016 par l'IASB, la nouvelle norme IFRS 16 sur les contrats de location sera applicable au 1<sup>er</sup> janvier 2019
- Les locataires comptabiliseront la plupart des contrats de location directement au bilan, sans distinction entre location financement et location simple
- La norme IFRS 16 impactera :
  - les états financiers
  - les indicateurs clés
  - les ratios financiers
  - la communication financière
  - les systèmes d'information
- Sa mise en œuvre induit des changements dans toute l'organisation de l'entreprise
  - elle n'est pas neutre non plus sur la représentation de la valeur de l'entreprise

# La norme IFRS 16

## Les impacts sur les états financiers



Source : EY

# La norme IFRS 16

## Les enjeux techniques

- La norme impose un modèle unique consistant à comptabiliser systématiquement une dette de loyer en contrepartie d'un actif
- L'impact sera significatif :



Source : IASB

# Les utilisateurs 'premiers' participent au débat

- Les associations d'investisseurs sont peu nombreuses à répondre aux consultations, mais on peut compter sur CFA, CRUF, EFFAS, Eumedion, SAAJ et la SFAF
- L'IASB comme l'EFRAG ont des réunions régulières de groupes d'utilisateurs
  - Sur le projet IFRS 16, l'IASB a organisé des réunions de discussion avec les investisseurs à Londres mais aussi dans de nombreuses villes en Europe
  - L'IASB est doté d'une équipe dédiée aux investisseurs
  - L'EFRAG a aussi joué un rôle important dans le suivi et l'analyse des réactions des investisseurs
- La SFAF a co-organisé avec 3 autres associations (AFTE, CLIFF, Middlednext) une réunion en juin 2017 sur le thème d'IFRS 16 sous le titre '*l'EBITdA dans tous ses états*'
- Les réactions des investisseurs et des analystes sont variées : des points de consensus et de divergence

# Les points de consensus entre investisseurs

---

- La comparabilité immédiate sur la base des états financiers est améliorée
- Il est moins facile de déformer l'image comptable en utilisant les possibilités de structuration des contrats pour 'choisir' entre location simple et location financement
- La comptabilisation d'un actif et d'une dette est un point positif dans certains cas et permet de mieux appréhender la structure financière (dette financière nette et levier)
- La prise en compte d'un actif et d'une dette au bilan rend logique la présentation au compte de résultat de deux lignes : consommation du capital (amortissement) et intérêt sur la dette contractée
- Cependant des retraitements resteront nécessaires car le modèle utilisé privilégie la dette contractuelle
- Le coût du capital ne devrait pas être modifié.
- Les investisseurs européens préfèrent le modèle IASB au modèle FASB

# Les points de divergence entre investisseurs

- La subjectivité de l'estimation du 'droit d'usage' reste forte, les possibilités de structuration entre contrat de service et de location sont importantes
- Dans l'enquête du CFA : 55% des investisseurs sont en faveur d'IFRS 16, mais 37% auraient préféré un maintien d'IAS 17 avec une meilleure information
- La comparabilité est meilleure mais l'essentiel des retraitements supprimés était assez aisé à effectuer dans des secteurs très visibles. Ainsi la location simple fait partie du modèle d'activité des Compagnies aériennes qui donnent les informations nécessaires aux investisseurs pour procéder à leurs propres mesures
- La norme part de la volonté de remettre de la dette 'cachée' au bilan, mais les investisseurs recherchent la valeur de l'actif total utilisé (*whole asset*) pour mettre en face des Cash-Flows d'exploitation
- Les durées contractuelles ne correspondent pas aux durées économiques d'utilisation d'actif, la dette économique n'est pas le 'droit d'usage'
- Les contrats à taux variables indexés permettent de contourner les principes de la norme
- Selon Tom Selling (Accounting Onion) : règle claire mais imparfaite sur les actifs, maximum de flexibilité sur les loyers et donc sur le P&L
  - Que veut-on privilégier : le bilan ou le P&L ?

# Quel impact chiffré sur les états comptables ?

- Exemple d'un échantillon de 11 sociétés du CAC 40 qui utilisent le ROCE comme un instrument de mesure de la performance financière
- Bilan : les engagements donnés sont de 14,6Mds€ soit 8,7% des immobilisations corporelles et représentent 6x les montants d'engagements comptabilisés au bilan en location financement
- Capitaux Engagés (CE) : en retenant des actifs utilisés sur la base de l'approximation usuelle (7x les loyers de l'année), les CE progressent de 30,2Mds€ soit une augmentation de 12%
- L'EBIT augmente de 4% en retenant une quote-part de frais financiers de 30% dans les loyers de location opérationnelle
- Le ROCE (EBIT/CE) avant impôts recule donc de 12% à 11,2%

# Focus sur l'EBITDA

- La norme IFRS 16 va l'impacter de manière assez profonde : selon les données présentées dans l'ED, cet indicateur s'accroît de 10% en moyenne (mais de 43% pour le transport aérien)
- Utilisé de manière dominante pour approcher le Cash-Flow d'exploitation à partir du compte de résultat. Il sert énormément sur les marchés cotés, dans les F&A dans le non coté
- La littérature académique lui accorde un statut de deuxième ordre : il est en effet 'impur', car il ne tient pas compte de l'utilisation du capital, ce n'est pas un Free Cash Flow. Il est en réalité aussi subjectif que l'EBIT notamment du fait de possibilité de choix opportunistes entre charges (opex) et investissements (capex)
- Exemple : « *the information of EBITDA to the users* », J Bouwens K Verniert (2007)
- Investisseurs et évaluateurs l'utilisent comme point de départ pour calculer un FCF (EBITDA moins capex et var du BFR) et pour déterminer un ROCE futur

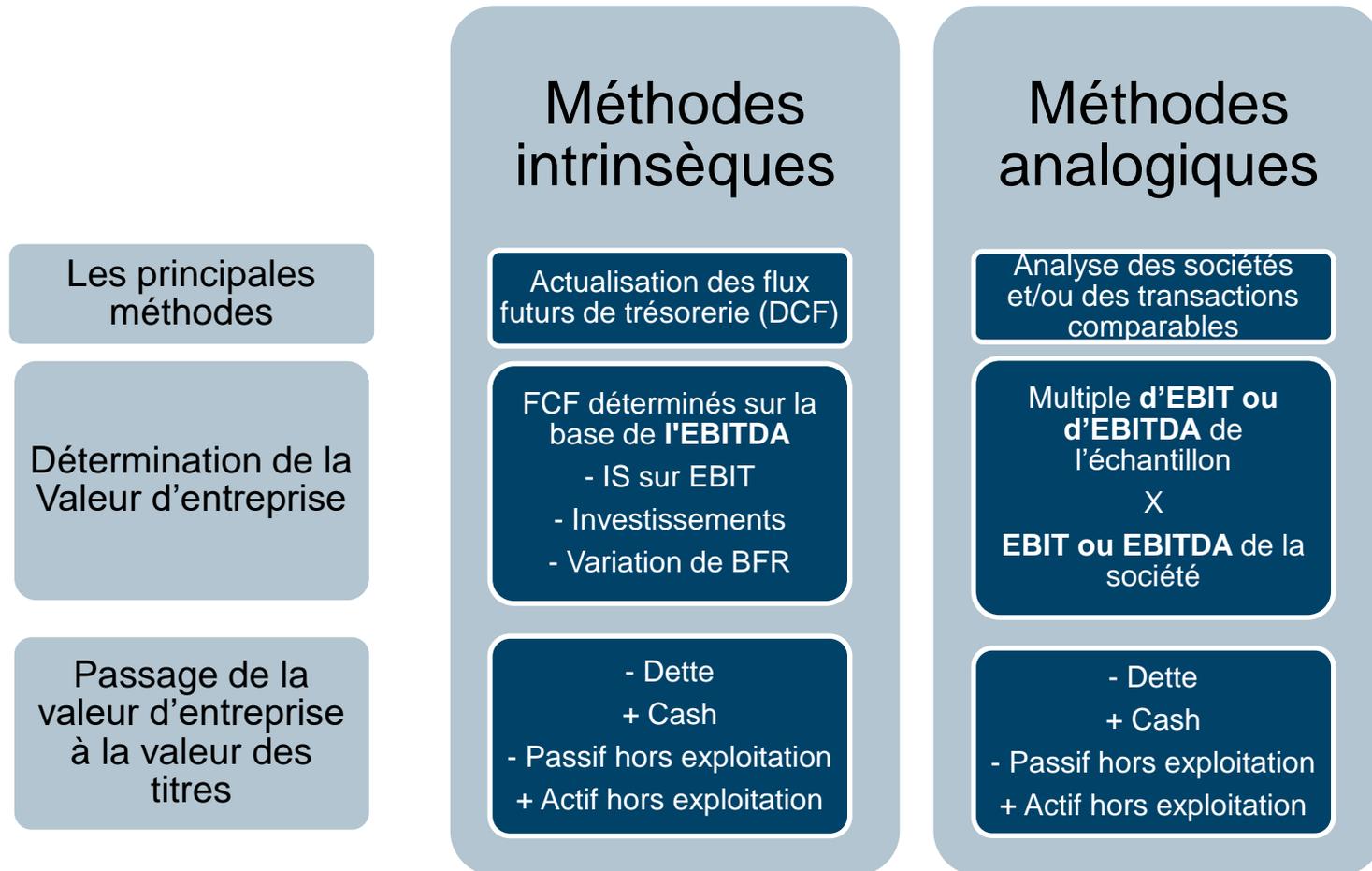
# Quel impact sur la compréhension de l'entreprise

---

- Pas d'impact sur le résultat net ni sur les cash-flows, en dehors d'un éventuel transfert de CF entre les parties Opération et Financement
- Compréhension du business model
- Capitaux employés
- Degré de flexibilité
- Différence entre Service et Utilisation d'actif
- Passage de modèle de valeur lié à la détention d'actifs à des modèles de valeur d'usage

# L'impact sur les méthodes d'évaluation

L'EBITDA et la dette nette sont des agrégats majeurs en matière d'évaluation d'entreprise



Or, la norme impacte à la fois l'EBITDA et la dette nette

# Méthode DCF

## Un flux terminal à repenser

---

- Flux de trésorerie et dette nette doivent être déterminés sur des bases cohérentes
- Si la dette ne prend en compte qu'un nombre limité d'annuités de loyers (3, 5 ans...)  
⇒ **les flux subséquents et le flux terminal devront être retraités d'un loyer normatif ou d'un investissement théorique**
- Le projet de norme pourrait conduire à « surévaluer » la valeur d'entreprise des sociétés **en l'absence de retraitement du flux normatif**
- L'EBITDA perd de sa pertinence car :  
**non retraité, il n'est plus représentatif d'un flux d'exploitation avant investissement**  
sauf à considérer les loyers non inscrits au bilan comme des investissements futurs

# Méthode DCF - Exemple

## Un flux terminal à repenser

**Hypothèses :** Location simple de l'intégralité des moyens de production (contrat de 5 ans, loyer annuel : 155 à terme échu)  
Pas de BFR

### Contrat de location simple IAS 17

Taux d'actualisation 10%  
Croissance annuelle 1.50%

Années	1	2	3	4	5	VT
EBITDAR (avant loyers)	1,000	1,015	1,030	1,046	1,061	1,077
Loyers	-155	-155	-155	-155	-155	-155
EBITDA (ap loyers) / EBIT	845	860	875	891	906	922
IS à 33%	-279	-284	-289	-294	-299	-304
FCF	566	576	586	597	607	618
coef d'actualisation	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	
<b>FCF actualisé</b>	<b>515</b>	<b>476</b>	<b>441</b>	<b>408</b>	<b>377</b>	

Flux explicites	2,216
VT actualisée	4,514
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>6,730</b>
Dette financière nette	-500
<b>Valeur des titres</b>	<b>6,230</b>

Multiple d'EBITDA  
induit  
8.0

### Contrat de location IFRS 16

Contrat de location sur 5 ans (taux 4%)

Loyer : 155 (à terme échu)

Valeur actualisée des loyers : 690, d'où un amortissement annuel de 138

Années	1	2	3	4	5	VT
EBITDA retraité*	1,000	1,015	1,030	1,046	1,061	1,077
Amortissement	-138	-138	-138	-138	-138	-138
EBIT	862	877	892	908	923	939
IS sur EBIT	-284	-289	-294	-300	-305	-310
Capex						-138*
FCF	716	726	736	746	757	629
coef d'actualisation	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	
<b>FCF actualisé</b>	<b>650</b>	<b>600</b>	<b>553</b>	<b>510</b>	<b>470</b>	

Flux explicites	2,782
VT actualisée	4,597
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>7,380</b>
Dette nette (-500-690)	-1,190
<b>Valeur des titres</b>	<b>6,190</b>

Multiple d'EBITDA  
induit  
7.4

\* Si flux non retraité, valeur = 7 198

# Méthode des comparables boursiers

## Vers la fin de l'EBITDA ?

---

- **EBITDA** : un proxy du flux d'exploitation avant investissement
- Analyse de la **consistance de l'EBITDA et de la dette nette** des sociétés de l'échantillon
  - L'information financière disponible permettra-t-elle d'effectuer cette analyse ?
- Analyse complexe car il existe une part de subjectivité dans les notions de :
  - période non résiliable
  - option de renouvellement que le preneur a la certitude raisonnable d'exercer
  - option de résiliation qu'il a la certitude raisonnable de ne pas exercer
  - **Combien d'annuités de loyers au bilan ?**
- Application du **multiple moyen** (ou médian) à l'EBITDA de la société à évaluer (VE)
  - **Attention à la cohérence entre le multiple et l'agrégat à utiliser**
- Déduction de la dette nette de la société à évaluer, de la VE obtenue
  - **Assurer une cohérence entre niveau de multiple et niveau de dette**

# Méthode des comparables boursiers

## Vers la fin de l'EBITDA ?

- Un exemple de calcul de multiple d'EBITDA
- Echantillon de sociétés comparables :

Sociétés	Capitalisation boursière	Dette fin. nette	Passifs de loyer	VE		EBITDA		Multiples	
				VE hors loyers	VE	EBITDA	EBITDAR	VE hors loyers / EBITDA	VE / EBITDAR
A	2 100	300	0	2 400	2 400	350	500	6,9x	4,8x
B	1 900	400	750	2 300	3 050	340	490	6,8x	6,2x
C	2 000	500	300	2 500	2 800	370	520	6,8x	5,4x

- Attention à la cohérence entre multiple d'EBITDA et dette nette

# Le cas d'Air France KLM

---

- AF KLM publie depuis 2010 le montant de ses actifs et de ses dettes de location en utilisant la règle simplifiée du coefficient multiplicateur (x7 le loyer de l'année)
- La partie du rapport financier consacré aux performances financières comporte la publication d'un ROCE ajusté, retraité des dettes et des loyers de location simple
- Environ 1/3 de la flotte est en location simple avec des utilisations différenciées selon les Cie du groupe AF KLM
- Le groupe a publié une estimation de dette au 1<sup>er</sup> janvier 2018 selon IFRS 16, inférieure de ~2Mds€ à celle des ajustements précédents
- On peut également voir des ajustements sur les immobilisations détenues hors avions
  - Cas de Lufthansa ?
- Cette annonce ne semble pas avoir eu d'impact sur le cours de bourse
  - Mais il avait baissé auparavant

# APPLICATION DE LA NORME IFRS 16 EN JANVIER 2018: DETTE NETTE RÉDUITE ENTRE 2,0 ET 2,4 MILLIARDS D'EUROS PAR RAPPORT À LA DETTE NETTE AJUSTÉE



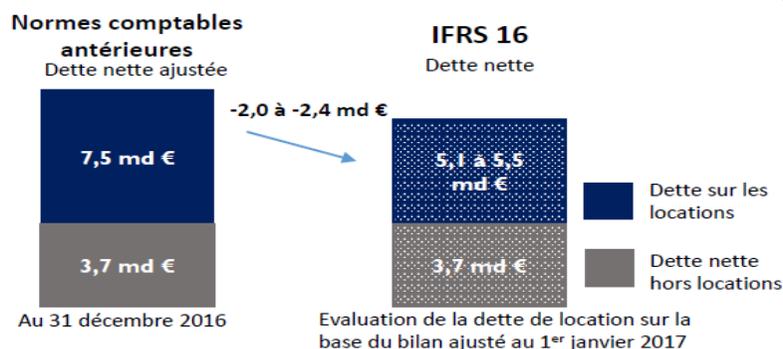
## Impact d'IFRS 16 sur le compte de résultat et le bilan

Impact P&L 2018 et 2017 retraité	
Charges externes	↓
EBITDAR	×
Locations opérationnelles	×
EBITDA	↑
Amortissement et dépréciation	↑
Résultat des activités opérationnelles	↑
Coût de l'endettement financier	↑
Résultat net	≈

Bilan retraité à partir du 1er janvier 2017					
Milliards €					
<b>Actif</b>	↑	4.1 > 4.9	<b>Passif et capitaux propres</b>	↑	4.1 > 4.9
Immobilisations: droits d'utilisation	↑	4.0 > 4.4	Capitaux propres	↓	-0.6 > -0.9
Impôt différé actif	↑	0.1 > 0.5	Passif	↑	5.1 > 5.5
			Dettes de loyers	↑	5.1 > 5.5
			Provision maintenance		TBC

Impact du pro forma 2017 sur le résultat : +0.3 Md €

## Evolution de la dette nette sous IFRS 16

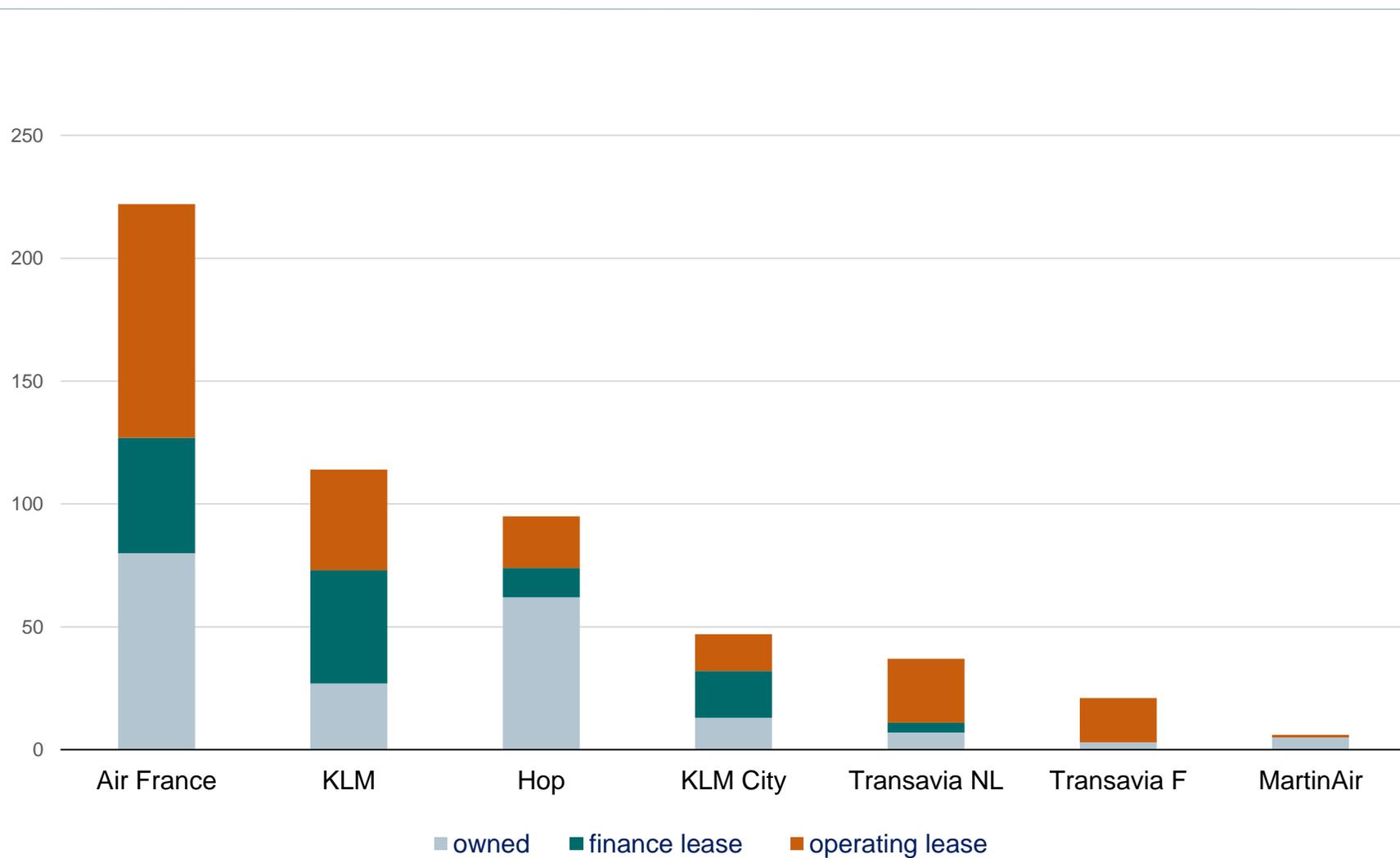


- Dette liée aux contrats de locations réduite de 2,0 à 2,4 milliards d'euros sous IFRS 16
- Volatilité limitée du résultat de change résultant de la réévaluation de la dette nette de location en dollars à partir de 2018 : couverture naturelle des revenus en dollars par la dette de location en dollars

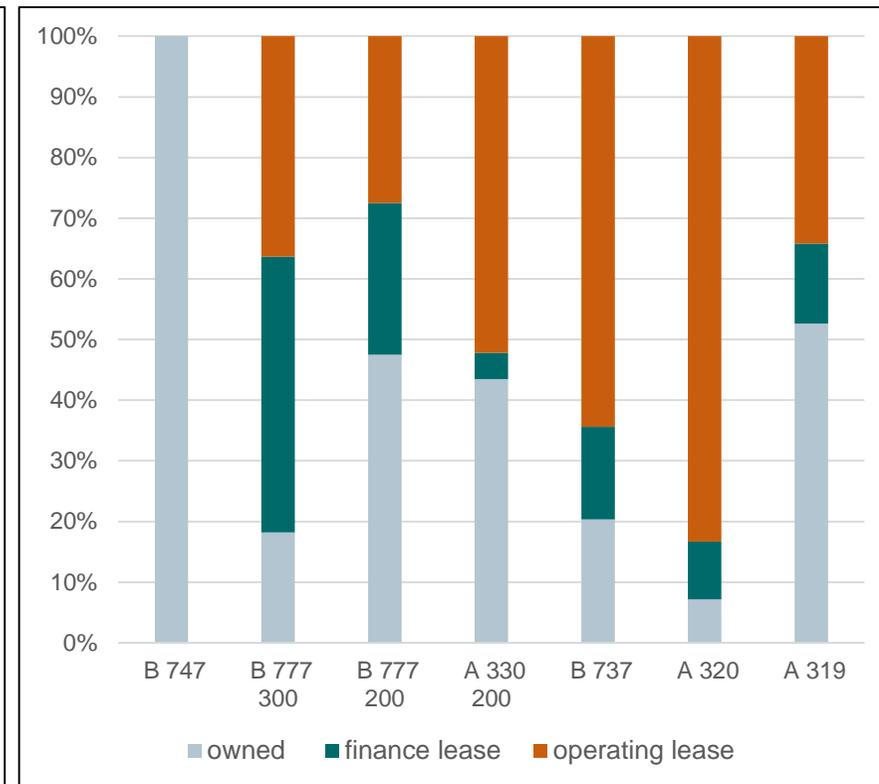
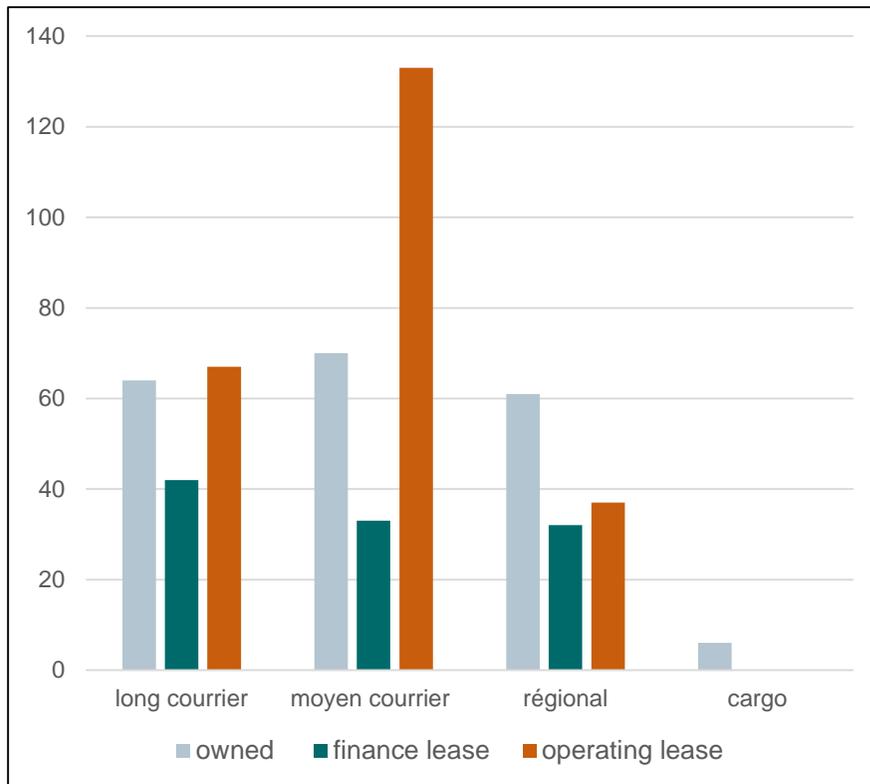
(1) Sous les normes précédentes, la dette nette ajustée est égale à la dette nette plus 7x les locations opérationnelles annuelles

AIR FRANCE - KLM

# AF KLM : flotte d'avions

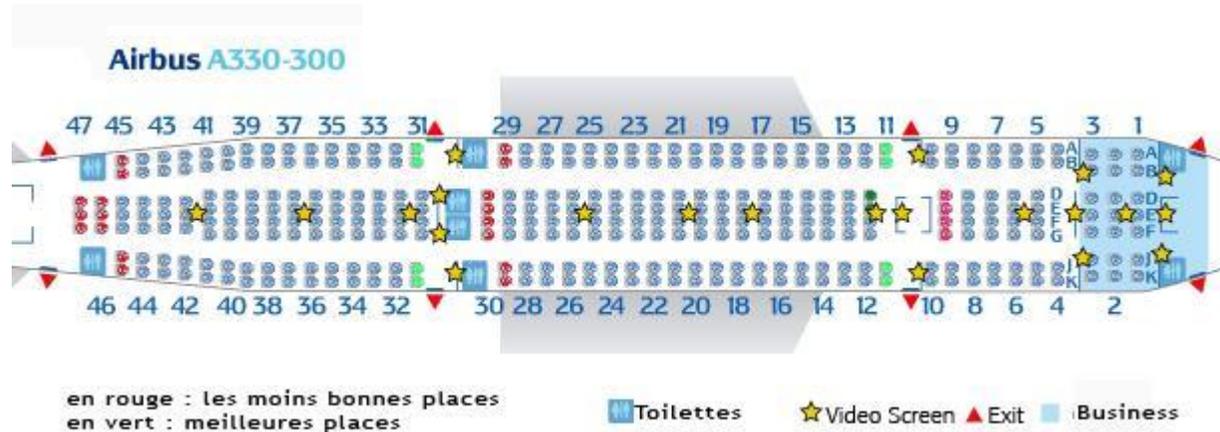


# AF KLM : flotte d'avions



# ROCE Air France KLM

EBIT = 100 (prix du ticket x nombre de passagers – charges)



CE (Capitaux Engagés) =>

Avions détenus → tous les sièges

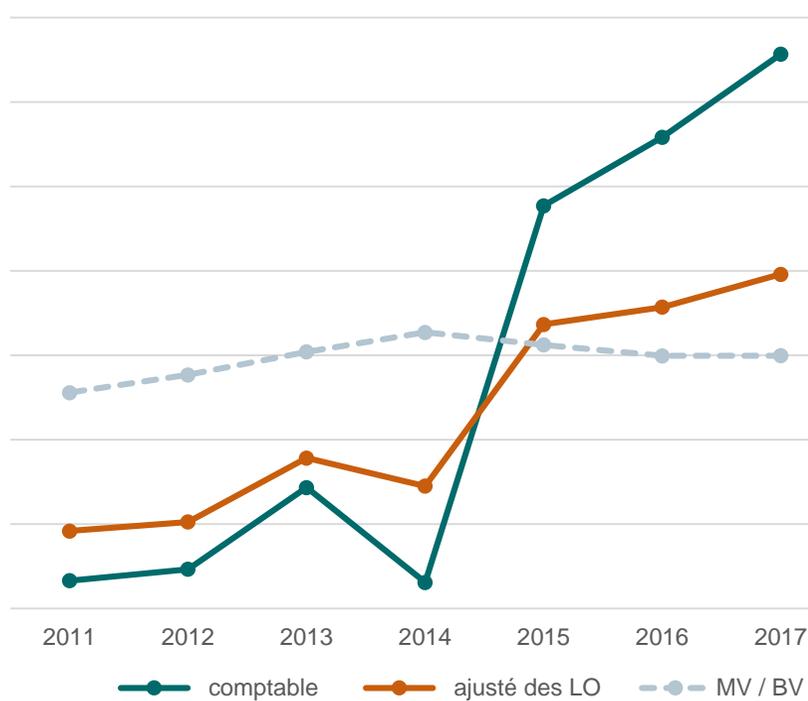
Avions Location Financière → rangées 1 à 35

Avions en Location Opérationnelle → pas de rangées

Avions en IFRS 16 (RoU) → rangées 1 à 19

# Le cas d'Air France KLM

## ROCE sur CoC



## Dettes Fi sur EBITdA

