

# UN PEU DE BONNE VOLONTE POUR APPREHENDER LE GOODWILL !

SOUS LA DIRECTION DE FRANCK CEDDAHA  
REDACTION PAR PATRICK DESAUTARD

Le goodwill constitue un élément important du diagnostic financier car il est susceptible d'influencer de façon significative la mesure de l'actif économique et de sa rentabilité. Qui plus est, du fait des nombreuses opérations de croissance externe réalisées au cours de ces dernières années, il peut représenter une part très importante de l'actif économique de l'entreprise étudiée (exemple : EUROFINS, cf. Figure 1 ci-dessous).

## 1. NATURES COMPTABLE ET FINANCIERE DU GOODWILL

### Définition :

L'écart d'acquisition (ou « *survaleur* », ou « *goodwill* » en anglais) représente dans les comptes d'une entreprise l'écart entre le prix payé pour une acquisition et la valeur comptable réévaluée de l'actif économique de l'entreprise acquise.

Survaleurs	2 505	Capitaux propres	1 482
Autres actifs immobilisés	500	Provisions	202
BFR	186	Endettement net	2 508
Actif économique	4 191	Capitaux investis	4 192

Figure 1: EUROFINS - Bilan économique 2017

### Mécanisme :

En norme IFRS 3, lors d'une acquisition, l'acheteur doit réévaluer les actifs et les passifs identifiables et, le cas échéant, constater l'existence d'actifs incorporels. Il doit ensuite inscrire ces actifs pour leur valeur estimative au bilan consolidé. Le solde entre l'actif économique réévalué et le prix payé s'appelle l'écart d'acquisition et constitue un actif incorporel dont la durée de vie n'est pas définie et qui par conséquent n'est pas amortissable.

### Origine et justification :

L'écart d'acquisition a plusieurs causes :

- Les actifs au bilan ont une valeur supérieure aux montants comptables pour lesquels ils sont inscrits ;
- Certains actifs n'apparaissent pas au bilan (brevets, marques, parts de marché, ...) ;
- L'acquéreur paie une prime de contrôle (surcoût) ;
- L'acquéreur a partagé avec le vendeur une partie des synergies attendues du rapprochement ;
- L'acquisition consolide ou maintient une position forte de l'acquéreur sur son marché ;
- L'acquéreur a payé trop cher.

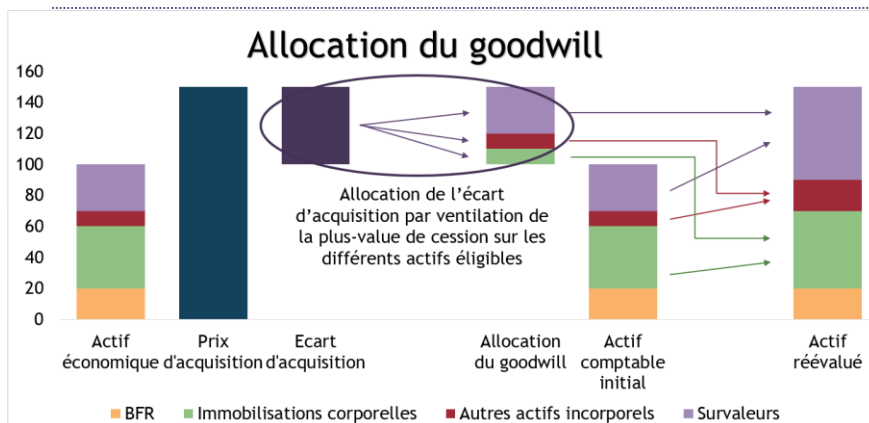
Le paiement d'une survaleur par l'acquéreur s'explique par des **anticipations de rentabilité supérieures** de l'acquisition à sa rentabilité actuelle et se justifie par la prise en compte indirecte de **plus-values latentes non-mesurables** liées à des actifs incorporels dont on ne peut mesurer la valeur de manière fiable.

NB : les coûts d'acquisition et les compléments de prix ne font pas partie du goodwill mais sont imputés en charge au compte de résultat l'année de l'acquisition.

2. LA MENACE DE L'IMPAIRMENT TEST

En application de la norme IAS 36, les immobilisations incorporelles non amortissables doivent être réévaluées chaque année à l'occasion d'un **test de dépréciation** (« *impairment test* » en anglais). Ce test a pour finalité de mettre à nues les moins-values constatées sur ces actifs, car ils qui constituent implicitement l'expectative d'une rente latente ou future qui sera tôt ou tard consommée. Cela permet également de vérifier que l'actif économique est au-moins égal à la valeur nette comptable pour laquelle il est inscrit au bilan. Si cela n'est pas le cas, **l'entreprise devra passer une provision** au bilan. Pour cette raison, la capacité à redistribuer la plus-value de cession constatée par l'écart d'acquisition sur les autres actifs de l'entreprise lors de la première consolidation est un enjeu important de la politique financière de l'acquéreur.

3. ALLOCATION DU GOODWILL



Lors de la première consolidation, l'entreprise doit réévaluer les actifs de la cible.

En pratique, elle s'efforce de ventiler l'écart d'acquisition sur les différents actifs susceptibles d'être réévalués pour offrir à ses actionnaires une visibilité accrue sur le prix payé et les risques de dépréciation du goodwill. Ce mécanisme de ventilation

Figure 2: Allocation du goodwill

s'appelle l'allocation du prix d'acquisition (« *Purchase Price Allocation* » en anglais).

« Le PPA est un exercice d'évaluation qui permet de hiérarchiser les actifs en fonction de leur importance, et d'identifier dans quelle mesure la création de valeur prévue est fonction d'actifs existants ou d'actifs futurs (...) La question est moins de choisir tel actif et de lui attribuer telle valeur, mais plutôt de déterminer quels actifs sont les plus propices à la création de valeur et si cette création de valeur est due à des actifs existants ou à des actifs futurs »

(F. CEDDAHA, Fusions-Acquisitions, 2017, p.149)

4. ÉVOLUTION ET REEVALUATION DU GOODWILL

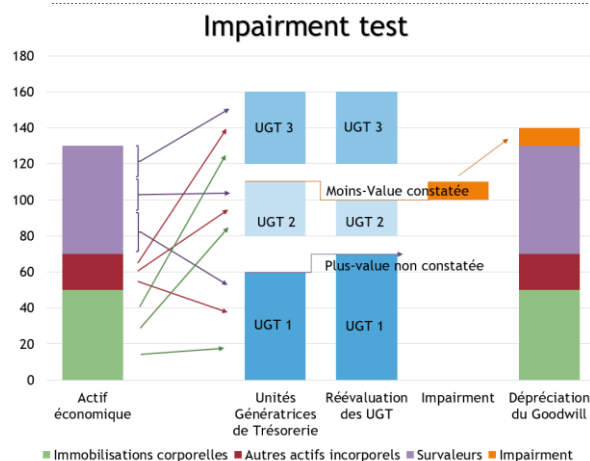


Figure 3 : Impairment test

Pour mesurer l'évolution de la valeur des actifs non mesurables, le test de dépréciation attribue une pondération de ces actifs à des Unités Génératrices de Trésorerie (UGT). Ces UGT sont définies de la manière suivante : « le plus petit groupe identifiable d'actifs qui génère des entrées de trésorerie indépendantes des entrées de trésorerie générées par les autres actifs du groupe ». Par conséquent, le test de dépréciation ne porte pas directement sur le goodwill mais sur l'UGT à laquelle il est rattaché. Le test confond donc goodwill acquis, goodwill latent et goodwill créé : au cours des exercices suivants l'acquisition, le goodwill intègre implicitement de la survaleur créée en interne mais non

comptabilisée du fait du principe de précaution. Un test de validité ne dit donc **pas si l'écart d'acquisition payé s'est déprécié mais s'il s'est davantage déprécié que l'entreprise ne s'est appréciée.**

Certains critiquent donc la fiabilité de ces tests car ils permettent opportunément de compenser la perte de valeur constatée sur une acquisition par l'émergence de nouveaux relais de croissance, selon le découpage choisi pour les unités de comptes (cf. Figure 4).

Cela renvoie au premier usage qui est fait du goodwill, à savoir, la conservation d'une part importante du prix payé, composée d'actifs incorporels « suspendus dans le vide », et maintenue en vie grâce au test annuel de validité dépendant des anticipations futures de la rentabilité des UGT.

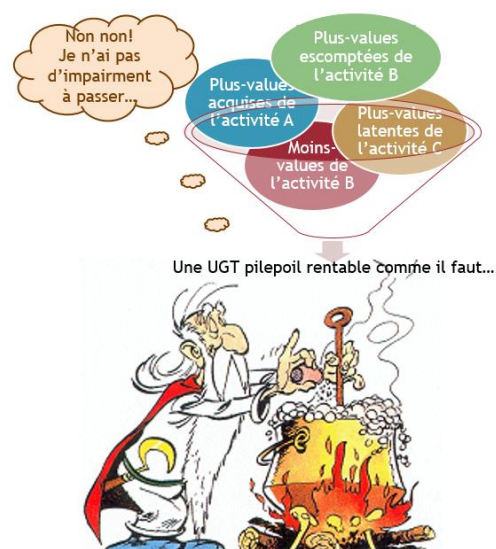


Figure 4: Les UGT

L'analyse financière du goodwill est donc indissociable de celle du portefeuille d'activité du groupe.

Un autre usage est fait du goodwill comme outil de correction des valeurs patrimoniales. La notion de survaleur permet effectivement de tenir compte de la **rentabilité économique anticipée** de l'entreprise et d'évaluer **l'ensemble du capital immatériel** de l'entreprise. En pratique, le taux de rentabilité exigé par les actionnaires de l'acquéreur permet de calculer un résultat d'exploitation normatif de la cible après acquisition qui, déduit du résultat d'exploitation anticipé, fait apparaître un bénéfice : le goodwill qui correspond à une rente que l'acquéreur est prêt à acheter.

Cet outil est à double tranchant. Les entreprises supportant un taux élevé de survaleurs dans leur compte sont contraintes de servir un rendement supérieur après une acquisition de façon à couvrir son coût et à justifier son surcoût (le goodwill). Elles ne peuvent se permettre de perdre en rentabilité au risque de décevoir les investisseurs et de devoir provisionner la perte sur la survaleur constatée lors d'une estimation à la baisse de la rente servie par le groupe.

## CAS PRATIQUE : EUROFINS

EUROFINS est un **prestataire de services bio-analytiques** mondial, fort d'un réseau de 400 laboratoires répartis dans 41 pays, qui fournit une gamme de test pour l'industrie pharmaceutique, agronomique et alimentaire, l'environnement et les autorités gouvernementales.

Leader sur le marché de l'agro-alimentaire, bien positionné sur le marché pharmaceutique et celui de l'environnement, EUROFINS bénéficie d'une grande expertise technique et industrielle, d'un **portefeuille d'activité et géographique équilibré** sur un marché en croissance avec des barrières à l'entrée et des **revenus récurrents**.

La fragmentation et les perspectives de croissance de son marché ont conduit EUROFINS à réaliser de **très nombreuses opérations de croissance externe** ces dernières années, nécessitant une forte intensité capitalistique et des refinancements réguliers. Par ailleurs, le **poids des acquisitions** pèse sur les marges, dans un univers où la hausse des volumes s'obtient en contrepartie d'une baisse du prix unitaire.

Dans ce contexte la part très importante du goodwill dans l'actif économique d'EUROFINS (60% ; cf Figure 1) représente un réel enjeu pour la communication financière de l'entreprise qui doit en permanence justifier auprès des investisseurs la survaleur payée lors de ses récentes acquisitions (le flottant s'élève à 63,6%). C'est d'autant plus un enjeu que ces écarts d'acquisition représentent presque le double des fonds propres,

la société étant par ailleurs très endettée. C'est aussi un véritable défi pour l'analyste financier qui doit appréhender ces actifs incorporels lors de son diagnostic.

## 5. CONSTITUTION DU GOODWILL ET POIDS DES ACQUISITIONS SUR LA CROISSANCE FUTURE

### Expansion and Acquisition Risks

It is the strategic approach of Eurofins to acquire companies, new laboratories, and technologies in order to obtain access to complementary technologies and to expand the Group's market position in Europe, North America, and Asia as well as in other parts of the world. Our business has experienced substantial expansion in the past and such expansion and any future expansion could strain Group resources if not properly managed. Future rapid expansion could strain Group operational, human, and financial resources. In

Figure 5: EUROFINS - Rapport 2017 - Risk review

La survaleur au bilan d'EUROFINS s'est accumulée au cours des acquisitions à marche forcée qu'a réalisé le groupe depuis sa création il y a 30 ans. Chaque année, EUROFINS réalise une cinquantaine d'acquisitions. Et chaque année, la direction du groupe exprime son intention de ralentir la croissance externe pour consolider l'entreprise, conscient du risque qu'un tel rythme de croissance fait peser sur le groupe. Le risque en effet est que si EUROFINS ne parvient pas à intégrer ses acquisitions de façon à générer une rentabilité supérieure à leur coût, la société mère devra compenser les pertes, ce qui pèsera sur la valeur.

## 6. DILUTION DU GOODWILL ET MAINTIEN GLOBAL D'UN PROFIL DE RENTABILITE AVANTAGEUX

Goodwill EUR Thousands	2017	2016
Opening net book amount	1,584,644	1,411,896
Currency translation differences	-86,776	24,030
Change in consolidation scope	1,007,469	148,718
Impairment	-	-
Closing net book amount	2,505,337	1,584,644
Cost	2,518,385	1,597,692
Accumulated impairment charge	-13,048	-13,048
Net book amount	2,505,337	1,584,644

EUR Thousands	Opening	Currency translation	Change of scope	Impairment	Closing
Benelux	102,726	-	9,420	-	112,146
France	525,265	-	150,008	-	675,272
Germany	65,744	-	88,853	-	154,597
North America	634,870	-72,018	552,863	-	1,115,715
Nordic Region	87,355	-3,044	26,414	-	110,725
UK and Ireland	48,229	-2,297	50,566	-	96,498
Other	120,455	-9,417	129,346	-	240,384
Total	1,584,644	-86,776	1,007,469	-	2,505,337

	Compounded annual volume growth rate <sup>1</sup>	Long term growth rate <sup>2</sup>	Pre-tax Discount rate	Recoverable amount of the CGU EUR Thousands
Benelux	2.0%	2.0%	7.19%	557,086
France	2.2%	2.0%	8.27%	2,101,257
Germany	2.2%	2.0%	7.00%	1,686,327
North America	2.4%	2.0%	9.44%	2,590,216
Nordic Region	1.6%	1.5%	7.26%	652,774
UK and Ireland	2.2%	2.0%	7.90%	326,342
Other	2.8%	2.5%	12.47%	656,140

<sup>1</sup> Compounded annual volume revenues growth rate in the initial five-year period  
<sup>2</sup> Weighted average growth rate used to extrapolate cash flows beyond the initial five-year period

Néanmoins, malgré la difficulté avouée à intégrer certaines filiales, le groupe bénéficie d'un marché très porteur et parvient à servir la rentabilité attendue par les actionnaires.

Par ailleurs, la méthode de division des UGT par zones géographiques permet de compenser les moins-values de certaines filiales par les plus-values des autres et ainsi de maquiller la survaleur payée ou les déficiences de certaines acquisitions.

Enfin, le taux de croissance employé pour le calcul de la valeur des UGT est largement inférieur au taux de croissance organique de l'entreprise (5%), ce qui signifie qu'une forte contraction de l'activité serait nécessaire pour entamer le coussin de survaleur « suspendu » dans le vide.

De cette manière, la direction d'EUROFINS parvient à diluer les écarts d'acquisition et les coûts d'intégration grâce à sa croissance soutenue. Les analystes restent cependant très vigilants vis-à-vis de cette « épée de Damoclès » suspendue en haut du bilan d'EUROFINS et qui finira bien un jour ou l'autre par tomber...

**NB : Cette analyse est utilisée à titre d'exemple et ne donne aucune information sur la valeur estimée d'EUROFINS.**