)

# OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

4<sup>EME</sup> EDITION MARS 2016





#### **EDITO**





Cette quatrième édition de l'observatoire de la valeur des moyennes entreprises (ETI françaises ayant des fonds propres en 15 et 50 millions €) présente des indicateurs sur :

- l'évolution des multiples des moyennes entreprises en France ;
- l'évolution de l'activité M&A et LBO ;
- la structure du marché et la typologie des acquéreurs ;
- l'impact des marchés action / PME-ETI.

Ces indicateurs incluent des comparaisons avec les données de la Zone euro.

Cette édition comporte également un article du Professeur Philippe Raimbourg portant sur la valorisation des entreprises et les taux d'intérêt sans risque.

En effet, il nous a semblé particulièrement intéressant de traiter de ce véhicule fondamental de l'entreprenariat, dès lors que les méthodes habituelles d'évaluation sont difficilement applicables à ce cas de figure.

Nous espérons que cette publication semestrielle réponde à vos attentes et nous remercions toutes celles et ceux qui y ont contribué.



### SOMMAIRE

Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises 4
<ol> <li>Evolution des multiples de Moyennes Entreprises en France</li> </ol>
2. Evolution de l'activité M&A / LBO
<ol> <li>Structure du marché et typologie des acquéreurs</li> </ol>
4. Impact des marchés action / PME-ETI
Valorisation des entreprises et taux d'intérêt sans risque









# OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES



#### 1. Évolution des multiples de Moyennes Entreprises en France

Évolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15m€ et 50m€ de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian – Graphe 1

Elles constituent un segment de l'Indice Argos Mid Market (transactions de la zone euro entre 15m€ et 500m€), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison - Graphe 2.

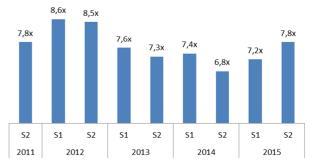
- La reprise des prix des moyennes entreprises françaises se poursuit au second semestre 2015, à 7,8x l'EBITDA (+8,3%).
- Cette hausse est en ligne avec celle des prix de la zone euro, tels que mesurés par l'Indice Argos Mid Market, mais l'écart - de 0,8x d'EBITDA - reste significatif.
- La valorisation des ME françaises bénéficie, avec retard, de la forte demande pour les actifs de qualité dans un contexte financier toujours très favorable (taux d'intérêt, taux de change). Elle résulte de l'amélioration progressive des marges des entreprises et de l'environnement économique du pays.

#### 2. Évolution de l'activité M&A / LBO

Mesure de l'évolution de l'activité M&A (acquisitions majoritaires, LBO) des Moyennes Entreprises françaises, en volume et valeur – Graphe 3.

- L'activité M&A des ME françaises est restée stable en volume au 2<sup>ème</sup> semestre, avec une cinquantaine d'opérations.
- Sur l'ensemble de l'année 2015, l'activité est stable en volume mais progresse plus nettement en valeur (+17% à 1,2Md€), en raison de l'augmentation des prix.

Graphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



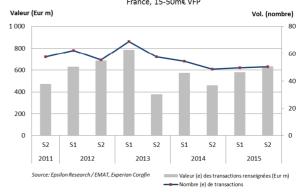
Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro Médiane, VE/EBITDA historique



Source: Epsilon Research — Indice Argos Mid Market (zone euro), recalculé sur 12m glissants

#### Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises France, 15-50m€ VFP



Méthodologie

#### 1. Evolution des prix

Echantillon: acquisitions majoritaires (M&A, LBO) de PME françaises, tous secteurs, 15-50m€ de valeur des fonds propres (VFP) L'échantillon retenu représente ~1/4 des transactions du marché Multiple: Valeur d'Entreprise (VE)/EBITDA historique médian sur 12 mois glissants
Source: base EMAT d'Epsilon Research

#### 2. Evolution de l'activité M&A / LBO

Périmètre: acqu. majoritaires, cibles: PME françaises, 15-50m€ VFP Activité en valeur: valeur cumulée des deals déclarés / en volume : estimée (ME comptabilisées + part estimée des deals sans prix) Informations complémentaires (en ligne): www.epsilon-research.com/Market/CNCC

Historique de l'évolution des multiples, et de l'activité du marché M&A /LBO Liste des transactions M&A sous-jacentes Statistiques de l'échantillon Méthodologie détaillée

> Accès réservé aux membres de la CNCC et à nos lecteurs







#### OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

#### 3. Structure du marché et typologie des acquéreurs

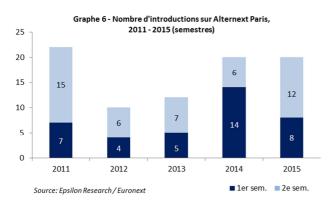
Évolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés).

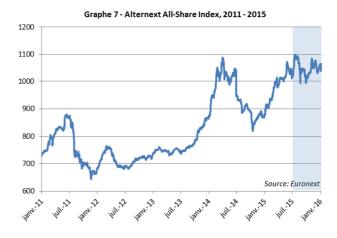
- Le marché du capital-transmission des ME françaises s'est repris au 2<sup>ème</sup> semestre avec 14 opérations réalisées (vs. 11 au 1 er semestre). L'augmentation est de 13% sur l'année en volume. Cependant le nombre d'opérations reste stable depuis 2006, entre 25 et 30 par an.
- Les fonds d'investissement bénéficient d'un niveau historiquement élevé de trésorerie disponible (« dry powder »), mais la concurrence reste forte avec les industriels pour les plus beaux dossiers.
- Le nombre d'opérations réalisées par les acquéreurs industriels est en baisse de 7% sur l'année. Les acquéreurs étrangers sont moins actifs: ils ont représenté 33% des industriels en 2015, niveau le plus faible depuis 2009. Le retrait des acquéreurs européens se confirme (moins de 30% des deals) au bénéfice des nordaméricains (60%).

#### 4. Impact des marchés action / PME-ETI

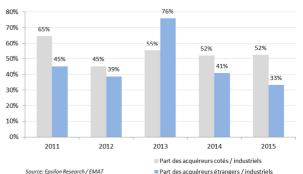
Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.

La valorisation des ME françaises a bénéficié de la consolidation des marchés actions au 2<sup>ème</sup> semestre (+3,6% sur Alternext après la hausse de 16% au 1 semestre), d'autant que la part des acquéreurs cotés parmi les industriels est restée élevée (>50%).

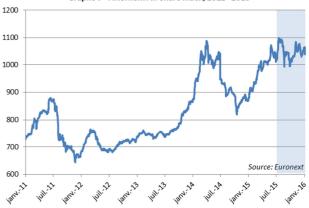




Graphe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.) Part des acquéreurs cotés /étrangers parmi les acquéreurs industriels



Graphe 7 - Alternext All-Share Index, 2011 - 2015



#### Méthodologie

Typologie des acquéreurs sur la base des transactions recensées dans la base EMAT d'Epsilon Research Nombre d'introductions sur Alternext comptabilisées par Epsilon, sur la

base des informations données sur le site d'Euronext

#### Indicateur & informations complémentaires (en ligne):

> Disponibles gratuitement pour les membres CNCC, à partir d'un compte propre qu'ils peuvent se créer sur : www.epsilon-research.com/Market/CNCC

Code à entrer lors de l'inscription : CNCC2016



# Valorisation des entreprises et taux d'intérêt sans risque

#### PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

22

Un des changements économiques majeurs de ces dernières années a été la très vive décroissance des taux d'intérêt et notamment du taux de rémunération des titres de créances étatiques qui a atteint aujourd'hui un niveau très faible. Ce mouvement s'est accompagné d'une croissance soutenue du prix des actifs financiers. On s'interrogera dans cette note sur les fondements économiques de cette baisse et sur ses conséquences.



L'épargnant, définition, par renonce une consommation immédiate au profit d'une consommation différée dans le temps. Les horizons des agents économiques étant temporellement bornés et de nature aléatoire, on comprend que ce report de consommation donne lieu à rémunération. L'intérêt est cette rémunération. Elle se concrétise par un engagement contractuel de l'emprunteur qui promet au prêteur non seulement de le rembourser à l'échéance de son contrat, mais aussi de le rémunérer. Lorsque le cadre juridique est fiable et que l'on estime que l'engagement de l'emprunteur sera honoré avec certitude, on a l'habitude de qualifier ce taux d'intérêt de « taux sans risque ». Si, au contraire, les sommes épargnées sont destinées à financer des activités économiques risquées, l'épargnant demandera un surcroît de rémunération (une prime de risque) qui viendra s'ajouter au taux sans risque. Les agents économiques ne présentant aucun risque dans le très long terme sont bien sûr inexistants. Sur des maturités usuelles, on a coutume de considérer que les signatures des états nord-américain et allemand sont sans risque.

C'est la confrontation de la demande des épargnants en matière de titres de créances souverains et des besoins de financement des administrations qui détermine le niveau du taux sans risque. Un premier facteur déterminant est la richesse actuelle des agents (puisque l'on peut penser que l'utilité de la consommation est marginalement décroissante et que le taux d'épargne croît avec le niveau de revenu) et leur anticipation de richesse future.



Un deuxième facteur est l'utilisation alternative de l'épargne qui, au lieu d'être destinée à des placements sans risque, peut au contraire être affectée à des placements risqués ; l'épargnant s'intéressera alors conjointement à la prime de risque ainsi qu'au niveau de risque des investissements risqués et pourra se détourner des investissements sans risque si cette prime est élevée relativement au risque. Enfin, en matière de besoin de financement des administrations, c'est l'ampleur de l'action de l'Etat (qui peut notamment décider d'un plan de relance), sa politique fiscale et son estimation de sa capacité de remboursement future qui fixeront l'importance des sommes à collecter sur les marchés financiers.

On comprend, par ce rapide descriptif, que le niveau du taux sans risque est variable au gré de la conjoncture et très difficile à estimer.

### 2 – L'impossible observation du taux sans risque sur les marchés financiers

Depuis plusieurs années, aux États-Unis, en Europe et au Japon, les banques centrales ont mis en place des politiques monétaires « accommodantes » se traduisant par un achat massif des titres de créances détenus par les banques. En allégeant de la sorte les bilans bancaires et en leur fournissant des liquidités, les banques centrales espèrent

## Valorisation des entreprises et taux d'intérêt sans risque PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

faciliter le financement de l'économie. Du fait d'une demande de crédits un peu atone de la part des entreprises, l'objectif a été partiellement atteint et ces liquidités ont principalement servi à acquérir des titres sur les marchés financiers, contribuant ainsi à soutenir artificiellement les cours. Les titres à revenu fixe ont connu une forte baisse de leur taux de rendement actuariel. C'est notamment le cas des titres souverains, le « Bund » allemand à 10 ans ayant par exemple atteint 0,16 % fin février 2016, avec un plus bas fin 2015 à 0,05%. Ces politiques accommodantes des banques centrales ont bien sûr eu des effets positifs en ces temps difficiles de crise économique. Remarquons cependant qu'elles pourraient trouver rapidement leurs limites en raison du risque déflationniste que comporte tout mouvement durable de baisse du taux de rendement des actifs.

Un des effets de ces politiques est de nature informationnelle, et il ne faut pas entendre par là qu'il est de portée secondaire, tant il est vrai que l'activité économique est d'abord fonction des anticipations des différents agents. La mesure a priori du juste niveau du taux sans risque étant difficile à réaliser, on préfère lui substituer une observation des pratiques des agents économiques. Une des fonctions d'un marché est justement d'indiquer à quel prix s'effectuent les transactions. On observera donc le prix des échanges des titres de créances sans risque (en Europe, le Bund allemand) pour en déduire le taux sans risque, c'est-àdire la contrepartie d'une renonciation à une consommation immédiate à un instant donné et pour différentes échéances. Or, cette observation n'est plus possible aujourd'hui, le prix des actifs étant maintenu à un niveau artificiellement élevé du fait de la politique des banques centrales. Les marchés financiers ne remplissent donc plus une de leur fonction essentielle qui est d'informer les agents économiques. Pour utiliser un vocabulaire financier, on dirait que les prix de marché sont sensiblement déconnectés des valeurs fondamentales. Le taux sans risque sur le marché financier ne nous renseigne plus sur « le prix du temps ». Il s'agit là d'un effet négatif important des politiques des banques centrales, car cette incertitude sur le niveau du taux sans risque introduit un alea supplémentaire dans les anticipations des agents et rend encore plus difficile l'apparition d'un consensus sur le prix d'une transaction.

#### 3 – Une alternative

Comment apprécier alors le juste niveau du taux d'intérêt sans risque lors de la détermination de la valeur fondamentale d'un actif ?

Un raisonnement de choix d'investissement nous aidera à cerner le problème. En finançant l'action étatique, les porteurs de créances souveraines deviennent des ayants droit de ce que l'on pourrait appeler, par analogie, « l'entreprise Etat ». Quels sont les cash flows sur lesquels ces financeurs ont des droits ? Il serait vain d'examiner les comptes des administrations et d'y chercher un quelconque indicateur de rentabilité alors que ces administrations relèvent du secteur non marchand. En revanche, il ne serait peut-être pas abusif de considérer que l'Etat, dans ses fonctions régaliennes (police, justice, défense) et non régaliennes (santé, éducation, construction d'infrastructures, ...) rend possible l'activité des agents économiques privés sans lesquelles tout investissement de moyen ou long terme serait soumis à un alea insoutenable. C'est bien sûr là que se situe l'utilité économique de l'action publique. A ce titre, il serait donc cohérent d'envisager que les financeurs de l'action publique bénéficient des fruits de la croissance qu'ils ont autorisée. On ne peut la mesurer qu'au niveau de la zone géographique où s'exerce l'ensemble de l'action étatique. Le taux de croissance du produit intérieur brut de cette zone devient ainsi une référence importante en matière de rémunération des porteurs de titres de créances souverains. Peut-on concevoir un taux de rémunération différent de ce taux de croissance, inférieur ou supérieur ? Si l'action étatique est justement proportionnée aux besoins des agents privés en matière de services publics, la quote-part des fruits de la croissance destinée aux financeurs de l'action étatique devrait en moyenne leur assurer un taux de rémunération égal au taux de croissance de l'espace économique considéré.

Pour des investisseurs de la zone euro, on est donc amené à considérer que le taux sans risque de moyen ou long terme devrait s'approcher du taux de croissance annuel du PIB de la zone euro au cours des années à venir. La mesure en est bien sûr imprécise et variable au gré des prévisions, mais, en ce premier trimestre 2016, un chiffre voisin de 1,5% peut être avancé.

> Ph. Raimbourg
Université Panthéon-Sorbonne
et ESCP Europe.
Senior adviser associé, BM&A
Retrouvez nos conférences sur:
www.ingefi.academy.





16, avenue de Messine 75008 Paris Tel. +33 1 44 77 82 82 Fax +33 1 44 77 82 28

www.cncc.fr