



**OBSERVATOIRE
DE LA VALEUR
DES MOYENNES
ENTREPRISES**

>

5^{EME} EDITION
Octobre 2016



CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

EDITO



Cette cinquième 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 l'EBITDAR.

En effet, il nous a semblé particulièrement intéressant de traiter de cet agrégat très fréquemment utilisé pour analyser les comptes des entreprises.

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

1. Evolution des multiples de Moyennes
Entreprises en France
2. Evolution de l'activité M&A / LBO
3. Structure du marché et typologie des
acquéreurs
4. Impact des marchés action / PME-ETI

L'EBITDAR 6 par le Professeur Ph. Raimbourg





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.

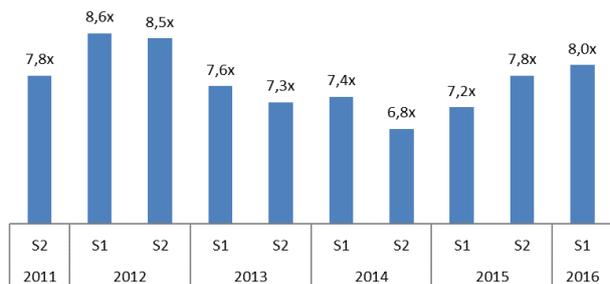
- La hausse des prix des moyennes entreprises françaises se poursuit au premier semestre 2016, à 8 x l'EBITDA (+2,6%).
- Cette hausse est en ligne avec celle des prix de la zone euro, tels que mesurés par l'Indice Argos Mid Market, avec un écart de 0,8 x d'EBITDA qui reste significatif.
- La valorisation des ME française continue de bénéficier d'un contexte financier très favorable (faible coût du capital lié aux taux d'intérêt historiquement bas), malgré les nouvelles incertitudes macro-économiques (croissance mondiale, risques politiques). Les prix sont par ailleurs soutenus ce semestre par la dynamique du marché LBO français.

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.

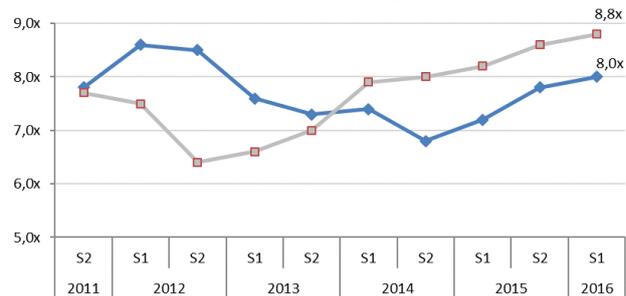
- L'activité M&A des ME françaises progresse de 7% en volume au 1er semestre, tirée par la forte hausse de l'activité LBO (+57%).
- La reprise du marché s'inscrit dans un cycle M&A européen haussier depuis 2012/13, mais qui démarre tardivement en France (2015).

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



Source: Epsilon Research / EMAT

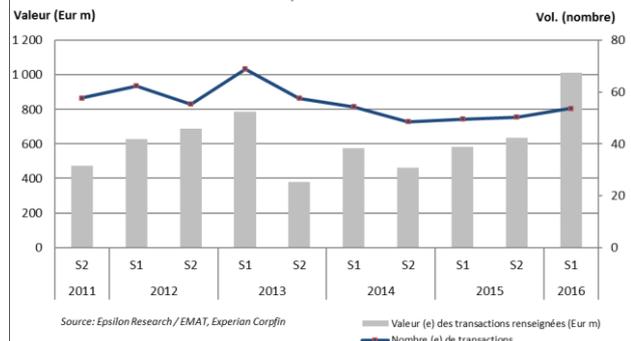
Graph 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro
Médiane, VE/EBITDA historique



Source: Epsilon Research

— Multiple Moyennes Entr. France
— Indice Argos Mid Market (zone euro), recalculé sur 12m glissants

Graph 3 - Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises
France, 15-50m€ VFP



Source: Epsilon Research / EMAT, Experian Corfin

— Valeur (e) des transactions renseignées (Eur m)
— Nombre (e) de transactions

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



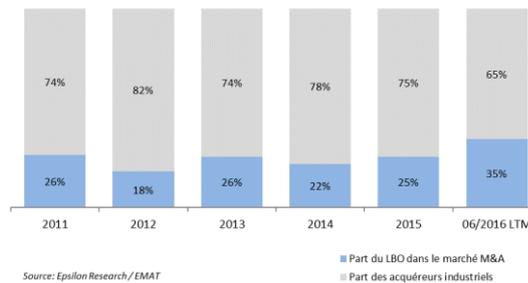
OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

3. Structure du marché et typologie des acquéreurs

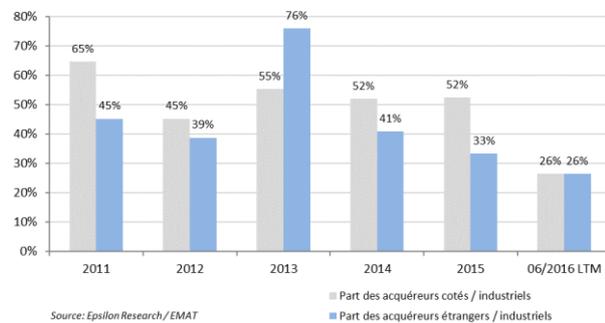
Évolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés).

- Le marché du capital-transmission des ME françaises est en forte croissance au 1^{er} semestre - de près de 60% en volume comme en valeur - et représente un tiers du marché M&A.
- Les fonds d'investissement, dont le montant de capitaux levés est en progression continue depuis 2012 (+40% au 1^{er} semestre 2016 selon l'AFIC), accroissent leurs investissements sur le marché français.
- En revanche, le nombre d'opérations réalisées par les acquéreurs industriels est en baisse de 13% sur le semestre. Les sociétés cotées ont, comme les acquéreurs étrangers, fortement réduit leur rythme d'acquisition de ME françaises en raison de la forte correction des marchés action en début d'année et des incertitudes politiques pesant sur l'Europe (au premier desquels le Brexit).

Graphe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Acquéreurs industriels / LBOs



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

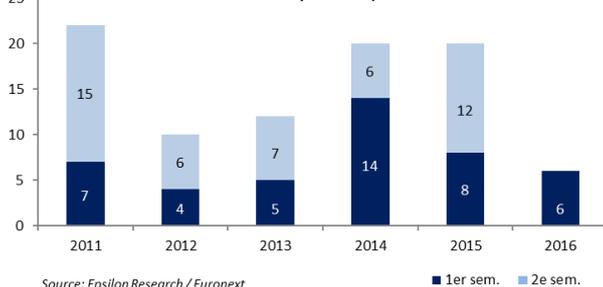


4. Impact des marchés action / PME-ETI

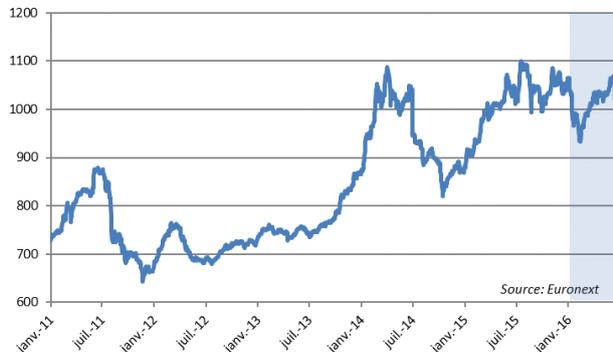
Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.

- La correction des marchés actions au premier trimestre, reflétant les nouveaux risques macro-économiques, a affecté le marché des introductions en bourse comme celui du M&A.

Graphe 6 - Nombre d'introductions sur Alternext Paris,
2011 - 2016 (semestres)



Graphe 7 - Alternext All-Share Index, 2011 - S1 2016



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

L'EBITDAR

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



En raison de leur nécessaire utilisation de services immobiliers, toute entreprise associée à son activité opérationnelle de base une activité immobilière plus ou moins importante lui permettant d'offrir à ses clients et à ses salariés un accueil de qualité. Cette présence quasi-inévitable de l'immobilier dans les comptes d'une entreprise peut conduire à des modalités de valorisation différentes de celles habituellement utilisées et qui seront-elles-mêmes à la base de toute politique immobilière.

1 – Le principe de la décomposition des flux selon leur classe de risque

Au début de ce nouveau millénaire, la société Alcatel avait eu une démarche très originale en créant des actions dites « reflet », s'inspirant des *tracking stocks* nord-américaines. Il s'agissait d'actions de préférence accordant une priorité de rémunération à leurs porteurs. L'objet de cette émission était de créer un couloir de financement en fonds propres spécifique à certaines activités du groupe, à savoir, le câble optique. Cette nouvelle activité était liée au développement de l'internet en Europe et de risque différent des activités de téléphonie traditionnelles du groupe. La rémunération des actions reflet était uniquement fonction des performances de l'activité tracée (le câble optique) et aucunement de celle des activités traditionnelles ; elle offrait en outre aux porteurs la sécurité d'une rémunération minimale. Cette modalité de financement a ainsi permis à Alcatel de proposer à l'actionnariat des titres différents en fonction du risque de l'activité financée. Cela lui a aussi permis d'éviter de créer immédiatement une filiale dédiée au câble optique et de faire ainsi bénéficier ce nouvel axe de développement de l'image et du savoir-faire du groupe. La croissance beaucoup plus lente qu'attendue du secteur de l'internet a par la suite amené le groupe à convertir ces actions reflet en actions ordinaires.

La démarche mise en œuvre par Alcatel traduit un principe financier simple : affecter des ressources financières distinctes à des activités de risque différent. Plusieurs raisons à cela. Tout d'abord, la transparence de la société vis-à-vis de son actionnariat. Si Alcatel n'avait pas émis d'actions reflet, le risque opérationnel global du groupe aurait été fonction du poids relatif des activités « câble optique » au regard des activités traditionnelles et aurait pu connaître de fortes variations au fil du temps. Évaluant mal le risque de l'entreprise, l'actionnaire n'aurait pas pu établir avec certitude la rentabilité exigée de son investissement et se serait sans doute détourné de l'entreprise.



La deuxième raison est liée à l'inefficacité de toute tentative de diversification stratégique. Une diversification des activités d'une entreprise a tendance à transformer les actions de celle-ci en parts d'OPCVM diversifiée. Ceci ne va pas dans le sens des intérêts de l'actionnaire. Il lui est en effet très facile d'opérer au sein de son portefeuille une diversification financière à l'égale de la diversification stratégique opérée par l'émetteur mais qui présenterait l'avantage d'être parfaitement contrôlée par l'actionnaire. Pour ces deux raisons, les holdings cotées subissent une sanction sur les marchés financiers appelée « décote de holding ».

2 – EBITDAR et évaluation d'entreprise

Ce principe d'affectation de financements distincts à des activités de risque différent prévaut aussi en matière d'évaluation. Une entreprise travaillant dans des secteurs économiques différents sera donc évaluée en construisant autant de plans d'affaires prévisionnels que de secteurs différents. On recherchera ensuite un multiple pour chacun des secteurs d'activité, on en déduira la valeur de chaque branche de l'entreprise, puis, par agrégation, la valeur totale de l'entreprise. De façon analogue, cette valeur pourra aussi être déterminée par la méthode DCF en retenant un coût des fonds propres spécifique à chaque secteur. C'est ce même principe de décomposition des flux selon leur niveau de risque que l'on retrouve dans la notion d'EBITDAR (*Earnings before interests, taxes, depreciation for amortization and rents*) : la valeur de l'entreprise est déterminée en distinguant les flux opérationnels (généralement risqués) des flux relatifs à l'immobilier (généralement assez peu risqués).



L'EBITDAR PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

Cette méthode est appliquée lorsque l'entreprise à évaluer comporte une dimension immobilière assez importante couplée à une activité opérationnelle. Les entreprises relevant du secteur de la santé en fournissent un exemple. Les cliniques offrent en effet aux patients des prestations médicales accompagnées d'un service d'hébergement. Il en va de même des maisons de retraite et des résidences médicalisées. L'activité médicale et celle d'hébergement renvoient à des structures de coût distinctes, à des modalités d'organisation différentes et à des prix spécifiques. Il est dès lors intéressant pour le dirigeant d'isoler la création de valeur résultant de la seule activité opérationnelle. Les flux d'exploitation médicale seront donc distingués de ceux correspondant à l'activité d'hébergement. Des tarifications séparées des actes médicaux et de l'hébergement permettent d'opérer assez facilement une distinction entre les recettes de chacune de ces deux activités. Les coûts relatifs à l'hébergement sont généralement sous-traités et peuvent être identifiés. Au total, les flux opérationnels, qui ne prennent pas en compte les flux liés à l'hébergement, peuvent être calculés. A ces flux doit être affecté un multiple propre à la seule activité médicale. On considérera ensuite l'activité d'hébergement. Les recettes annuelles nettes de charges se verront affecter un multiple propre à la seule activité d'hébergement, tel celui des services hôteliers. Cette distinction des flux et des multiples en « opérationnel/non opérationnel » pourra conduire le dirigeant à une meilleure appréciation de la création de valeur au sein de son entreprise ainsi qu'à une meilleure compréhension de son risque global.

3 – EBITDAR et politique immobilière

Par extension, la notion d'EBITDAR constitue la pierre angulaire de la politique immobilière de tout groupe ayant des actifs immobiliers importants à côté de ses activités opérationnelles. Lorsqu'un groupe détient ses actifs immobiliers, sa valeur résulte de l'actualisation de ses flux futurs opérationnels (l'EBITDA qui se confond avec l'EBITDAR en l'absence de loyers) ; dans ce calcul, la valeur des actifs immobiliers est censée se confondre avec la somme des amortissements immobiliers actualisés. En réalisant une opération de *sale and lease-back*, c'est-à-dire de vente suivie d'une reprise en crédit-bail, le groupe récupère un volume important de trésorerie en contrepartie duquel il devra régulièrement verser des loyers. A activité identique, l'EBITDAR se confondra avec l'EBITDA de l'entreprise détentrice de son immobilier. L'actualisation des flux

conduira donc à une même valeur que précédemment, et il conviendra de lui retrancher la somme des loyers actualisés qui représentera la valeur actuelle des actifs immobiliers et de prendre en compte les excédents de trésorerie. A priori, les deux valeurs sont assez proches. Cependant, si la trésorerie est investie dans des activités opérationnelles à rentabilité supérieure à celle d'un actif immobilier, la croissance des flux opérationnels fera plus que compenser l'apparition d'un loyer. Il peut en résulter un accroissement de valeur du groupe, et l'opération de *sale and lease-back* se révéler enrichissante pour les actionnaires. Remarquons toutefois que si les marchés étaient parfaits, il ne devrait pas y avoir de création de valeur. En effet, l'immobilier étant un actif assez peu risqué, sa substitution au sein du groupe par des activités opérationnelles va accroître le risque global du groupe et se traduire par une exigence de rentabilité supérieure de la part des actionnaires. Au point que les flux actualisés de l'une et l'autre solution devraient être identiques. Mais chacun sait qu'au mieux les marchés tendent vers la perfection sans jamais y parvenir.

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



CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

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

www.cncc.fr