MULTIPLES DE VALORISATION : LES RAISONS DE LA DISTORSION DE PERCEPTION ENTRE FRANÇAIS ET BRITANNIQUES

par Jean-Noël Mermet, CEO de Frenger International

Le choix des multiples de valorisation doit prendre en compte plusieurs facteurs-clés dont les spécificités fiscales du Royaume-Uni, la dynamique observée sur le marché des M&A et le degré d'expérience des cédants.

Lors d'opérations de croissance externe au Royaume-Uni, l'un des facteurs de succès des négociations est le multiple de l'EBIT ou de l'EBITDA retenu pour déterminer la Valeur d'Entreprise de la cible. Le réflexe des acquéreurs français est d'appliquer les mêmes multiples que sur le marché français sans opérer le moindre ajustement pour tenir compte de l'environnement fiscal et des conditions du marché britannique.

C'est une grave erreur qui conduit un nombre important de projets d'acquisition à l'échec.

Le premier ajustement qu'il est indispensable d'accepter de faire, est de tenir compte de la différence de taux d'IS entre la France (33 %) et le UK (20 %). Cet écart de fiscalité a pour conséquence d'augmenter de 40 % les cash-flows nets générés par une société britannique par rapport à une société française ayant des bénéfices avant impôt équivalents.

Il est donc possible de valoriser une cible britannique avec des multiples plus élevés qu'en France sans pour autant payer plus cher après prise en compte des flux de trésorerie additionnels qui seront disponibles pour rembourser la dette au Royaume-Uni.

Frenger a préparé une échelle de conversion qui permet à ses clients de déterminer les multiples qu'ils peuvent se permettre d'appliquer sur une cible au RU tout en respectant les principes de valorisation qu'ils appliquent en France (voir graphique).

Ainsi la valorisation d'une société française avec un multiple de 9x l'EBIT 2015 sera en fait équivalente « en cash-flow net » à la valorisation d'une société britannique avec un multiple de 10.8x.

Cet écart est amené à se creuser suite aux baisses de l'IS annoncé pour les prochaines années en Grande-Bretagne

avec un objectif de 17 % en 2020. Ainsi l'équivalent britannique d'un multiple français de 6x l'EBIT était en 2015 à 7.2x ; il augmentera à 7.3x en 2019, puis 7.4x en 2020.

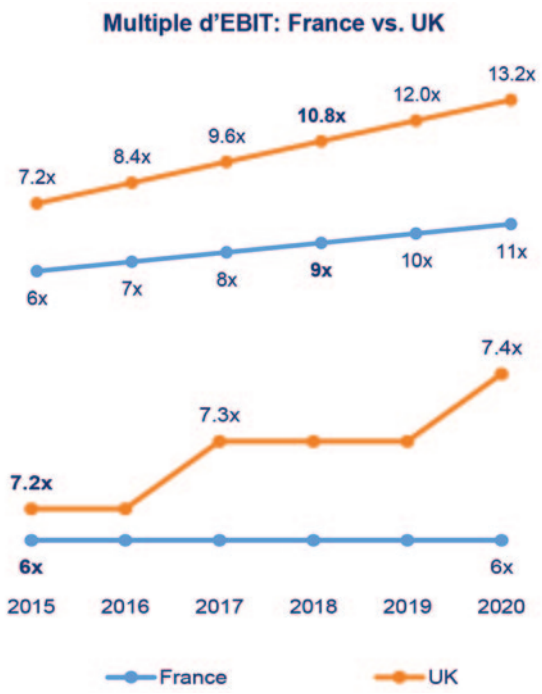
Depuis le vote Brexit, le gouvernement britannique envisage d'aller encore plus loin et de réduire le taux d'IS à 15% dans l'avenir. L'objectif sera de préserver les flux d'investissements étrangers qui sont indispensables pour équilibrer la balance des paiements du Royaume-Uni.

Il est d'autant plus indispensable de tenir compte de l'impact sur la trésorerie nette pour déterminer le multiple de valorisation que le niveau de concurrence sur les cessions d'entreprise est bien plus élevé en Grande-Bretagne qu'en France. En effet, le marché britannique affiche environ 3 000 transactions de fusions-acquisitions chaque année et reste de très loin le plus dynamique d'Europe. Les transactions opérées en Grande-Bretagne représentent 45 % de la valeur totale des deals annoncés en Europe pour 2015. Outre l'attrait d'un marché affichant un taux de croissance du PIB de plus de 2 % (pré Brexit), sa grande liquidité s'explique par le fait que « culturellement », les sociétés britanniques sont potentiellement toutes à vendre : ce n'est qu'une question de prix.

Ainsi, sur 10 entreprises britanniques approchées, au moins 5 accepteront d'initier des négociations avec un potentiel acquéreur. Ce ratio sera de seulement 2/10 en Allemagne et en France. Une spécificité britannique qui, ramenée au principe élémentaire de rapport entre l'offre et la demande, joue en faveur de multiples plus élevés sur des sociétés plus courtisées par des acquéreurs locaux et internationaux.

Le niveau de concurrence plus fort au Royaume-Uni qu'en France pour des actifs de qualité explique aussi la nécessité d'appliquer des multiples plus élevés afin d'être compétitifs dans les processus de cession structurés mis en place par les banques d'affaires et les conseils M&A britanniques. Pour de belles sociétés, il n'est pas rare de se retrouver en concurrence avec une dizaine d'acquéreurs potentiels. Le prix n'est d'ailleurs pas toujours l'élément décisionnaire. La nature de l'acquéreur, son projet pour l'entreprise cédée et les perspectives d'emplois suite à l'acquisition sont souvent des facteurs importants qui pèseront dans le choix des vendeurs.

Par ailleurs, le niveau d'expérience des vendeurs en matière de valorisation de leur société influence considérablement les multiples constatés sur les transactions au Royaume-Uni. Ces multiples peuvent parfois changer du simple au double pour des sociétés du même secteur en fonction de leur taille, de leur valeur stratégique mais aussi des compétences des vendeurs en matière de négociation.



Il est vrai que le taux d'intermédiation des transactions bien supérieur au Royaume-Uni qu'en France avec des processus de préparation des cibles à la vente pouvant s'étendre sur 2 à 3 années a aussi un impact significatif sur les valorisations recherchées et obtenues. De plus en plus, nous constatons que les conseils des vendeurs britanniques positionnent les négociations sur la base du rythme annualisé de l'EBITDA parfois ajusté du gain de nouveaux contrats ou d'amélioration de la marge brute plutôt que sur le prévisionnel de l'exercice en cours ou des derniers comptes audités. L'arrivée d'un conseil expérimentée a ainsi fait monter le prix de 25 % lors d'une négociation récente.

La décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union Européenne va vraisemblablement avoir un impact sur le marché des fusions et acquisitions. Il est ainsi probable que certains acquéreurs étrangers non-européens préfèreront acheter une société dans un pays de l'UE afin d'avoir accès au Marché Unique. Ceci devrait donc faire baisser le niveau de concurrence locale pour certains actifs. Il est vrai aussi que la chute de la Livre Sterling rend les acquisitions moins coûteuses pour les acquéreurs internationaux.

Il est donc aisé de comprendre, au vu de ces éléments, que les coefficients multiplicateurs à appliquer pour calculer la valeur d'acquisition d'une entreprise britannique ne peuvent pas être définis de la même façon que ceux qui s'appliquent aux sociétés françaises. Ceux qui sauront apprécier avec justesse ces différences se donneront les moyens de conclure avec succès leurs projets de croissance externe en Grande-Bretagne.