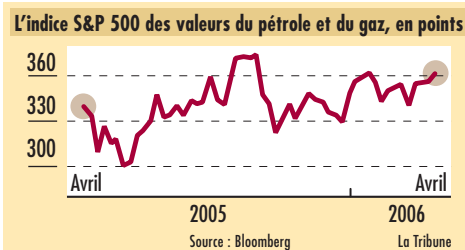


CHRONIQUE DES MARCHÉS

ERIC BENHAMOU

« Peak » boursier



Iran, Irak, Nigeria, États-Unis. Ce quatuor a fait grimper le prix du baril de brut de 20 % en deux mois. Bonne nouvelle pour les majors pétrolières ? Eh bien, non ! L'indice S&P Oil & Gaz, qui regroupe les 7 plus

LA FÊTE SEMBLE TERMINÉE POUR LES VALEURS PÉTROLIÈRES.

grosses compagnies américaines, n'a progressé que de 6 % sur la période. La fête semble donc terminée pour les valeurs pétro-

lières. Le marché commence à avoir de sérieux doutes sur la capacité des compagnies privées à renouveler leurs réserves et donc à accroître leur production. La lecture des comptes de l'exercice 2005 avait déjà donné l'alerte, avec des productions en berne. Depuis le début de l'année, les signaux alarmants se multiplient. Ainsi, le numéro trois mondial BP a manqué son objectif de production au premier trimestre. Plus inquiétant, sa filiale détenue avec le russe TNK se révèle moins prometteuse que prévu : le joint-venture a ainsi annoncé un ralentissement de sa production (1 à 3 % par an contre 6 % l'an passé). Heureusement, le géant britannique exploite des gisements en Alaska mais il vient cependant de tomber sous le coup d'une enquête criminelle pour pollution !

Ses concurrents ne sont pas mieux lotis. Outre Shell et ses déboires au Nigeria, les grandes compagnies doivent désormais se plier aux nouvelles exigences du Venezuela qui vient de faire voter une nouvelle loi de partage des profits qui lui est bien plus favorable.

Les récalcitrants, comme Total, ENI ou ChevronTexaco doivent payer amendes et intérêts de retard. De plus, des nouvelles règles d'exploitation contraignent désormais les compagnies étrangères à s'associer avec la compagnie nationale. Même topo en Bolivie où, cette fois-ci, Total s'est montré plus conciliant. Trouver du pétrole, c'est onéreux mais l'exploiter l'est encore plus ! Le fameux « peak oil » (pic de production avant le déclin) est peut-être plus proche que certains veulent bien l'avouer. D'où l'amour immodéré des pétroliers pour le gaz.

LE MARCHÉ A DES DOUTES SUR LA CAPACITÉ DES COMPAGNIES À RENOUVELER LEURS RÉSERVES.

l'analyse du jour EN RAISON D'UNE PLUS GRANDE EXPERTISE DES ACTEURS

PME : la prime britannique

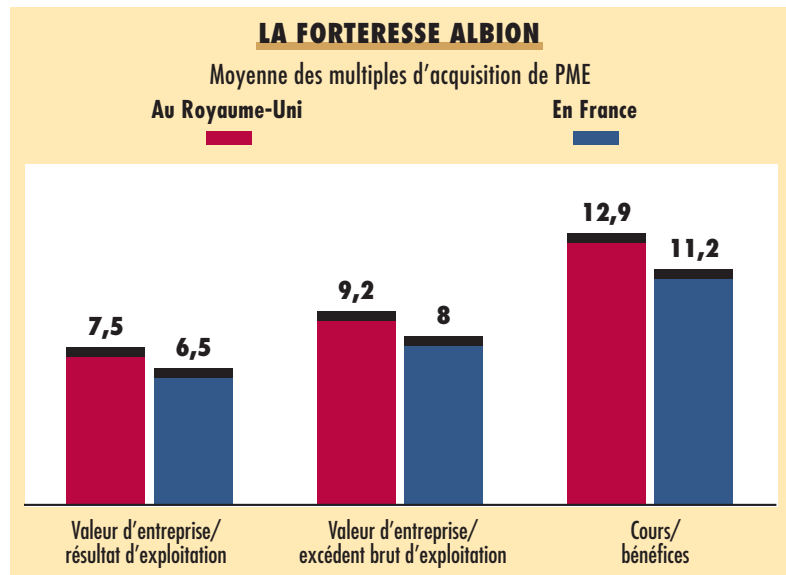
- La valorisation des PME britanniques est en moyenne supérieure de 15 % à celle des entreprises françaises.
- Une différence qui s'explique pour une large part à une plus grande efficacité du marché de la cession ou de la reprise des entreprises outre-Manche.

Dans les opérations de fusions et acquisitions, les PME britanniques se valorisent mieux que les entreprises françaises : c'est ce que démontre la première étude comparative des multiples de transactions de moins de 80 millions d'euros, réalisée par Frenger International et Epsilon Finance. Peu d'études ont pu être menées jusqu'à présent en raison de l'opacité du marché de la transmission de PME, notamment sur le prix des transactions. La base de données professionnelle Corpfin Worldwide et les données propres à Epsilon Finance ont permis de travailler sur un échantillon de plus de 1.300 acquisitions pour n'en conserver que 265 - 162 en Grande-Bretagne, 103 en France - répartis en deux échantillons homogènes en termes d'activité, de taille (valeur entre 80 millions et 1 milliard d'euros), de marges (marge opérationnelle moyenne de 6 %) et d'endettement (rapport dette/fonds propres moyen de 20 %).

Sur ces 265 opérations étudiées entre janvier 2003 et le premier trimestre 2005, la prime d'acquisition se monte, en moyenne, à 15 %. Les résultats sont étonnamment homogènes : la prime moyenne varie entre 14,3 % et 16,1 % selon les multiples retenus (Ebitda, Ebit, résultat courant avant impôt et résultat net). Ainsi, les PME françaises ont été rachetées en moyenne à six fois et demie leur Ebitda historique contre sept fois pour les PME britanniques. Comment expliquer un tel écart ? Il reflète, de façon structurelle, de nombreuses différences macro et microéconomiques entre les deux pays.

De meilleures anticipations de croissance et un coût du capital plus faible sont des facteurs macroéconomiques qui jouent, tout d'abord, en faveur du Royaume-Uni. L'attrait de la Bourse de Londres et de l'AIM (marché britannique destiné aux PME) en sont une preuve éclatante.

Meilleure liquidité. Cependant, l'essentiel de la « prime britannique » repose sur des facteurs microéconomiques, liés à l'organisation et au fonctionnement même du marché de la cession ou de la reprise des PME. En quoi ce marché est-il plus efficace au Royaume-Uni qu'en France ? Liquidité et transparence du marché, professionnalisme et expertise des acteurs, culture éco-



DE MEILLEURES ANTICIPATIONS DE CROISSANCE ET UN COÛT DU CAPITAL PLUS FAIBLE SONT DES FACTEURS MACROÉCONOMIQUES QUI JOUENT, TOUT D'ABORD, EN FAVEUR DU ROYAUME-UNI.

nomique et financière des cédants sont autant de facteurs qui permettent une meilleure valorisation des actifs.

Le marché britannique des fusions et acquisitions des petites et moyennes entreprises bénéficie d'abord d'une meilleure liquidité. On y observe, avec près de 3.000 transactions par an, soit deux à trois fois plus de transactions qu'en France pour un même nombre de PME (environ 180.000 entre 10 et 250 salariés). Le taux de cession implicite (rapport du nombre de cessions annuel sur le « stock » d'entreprises) serait donc très faible en France (0,6 % - 0,8 %) par rapport au Royaume-Uni (1,6 %) mais également par rapport au reste de l'Union européenne.

Le Royaume-Uni bénéficie également d'une plus grande expertise des acteurs, ce qui se retrouve dans un taux d'intermédiation des cessions bien supérieur à celui de la France. Les dirigeants d'entreprises britanniques font systématiquement appel à des conseils, ce qui est loin d'être le cas en France, même parmi les groupes cotés ! Ces spécialistes contribuent à la formation de la prime en créant de la valeur durant le processus de transmission.

Pas de question taboue. Enfin, la culture économique des dirigeants de PME est un facteur non négligeable. Parce que la cession de son entreprise constitue un « acte normal de gestion » et non une question taboue, à ne se poser qu'avec un pied dans la tombe, les dirigeants de PME britanniques se préparent très tôt à cette échéance, s'entourent systématiquement de conseils et connaissent la « valeur de marché » de leur entreprise. Ce qui est, bien évidemment, loin d'être le cas en France.

La méconnaissance de cette prime a été la source de nombreuses déconvenues. Sur les cinq dernières années, les entreprises britanniques ont acheté deux fois plus de PME françaises que l'inverse. Convaincus que leurs dirigeants étaient trop « gourmands » en termes de prix, les acquéreurs français ont été souvent réticents à valoriser les PME britanniques au niveau requis pour remporter la mise.

Au-delà des quelques grosses acquisitions réalisées par les sociétés du CAC 40 - et qui faussent la perception du dynamisme de ce marché - les entreprises françaises doivent donc, pour se développer au Royaume-Uni, connaître et intégrer cette « prime » dans l'évaluation des cibles. Celle-ci ne devrait pas apparaître comme un frein mais bien comme la contrepartie d'une plus grande liquidité et qualité du marché. Quant aux Français, à eux de travailler à réduire la « décote » de leurs entreprises en développant un marché de la cession ou de la reprise plus transparent et plus efficace !

Jean-Noël Mermet, président de Frenger International, et Grégoire Buisson, président d'Epsilon Finance.

