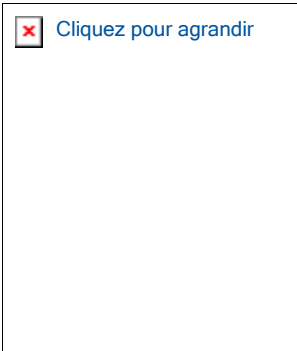


Evaluation

Les LBO européens étaient valorisés 7,4 fois l'Ebitda à la fin de l'année 2008

Les valorisations des buy-out ont moins chuté que celles des sociétés non cotées de taille moyenne, d'après l'indice Argos Mid-Market. Mais le décrochage avec les valeurs cotées devrait se résorber.

Dans le LBO européen, les multiples d'acquisition atteignent leur plus bas niveau depuis 2004. D'après l'indice Argos Mid-Market *, publié par le bureau d'études Epsilon Research et le fonds de buy-out Argos Soditic, ils se sont établis à 7,4 à fin 2008, sur une base de douze mois glissants. Quatre ans plus tôt, ils s'élevaient à 6,3 (cf. graphique 1). A y regarder de plus près, ces ratios ont décliné lentement depuis le premier semestre 2007, date à laquelle les prémices de la crise se sont fait sentir.



LBO, amortisseur des prix

Les amortisseurs, à la hausse comme à la baisse, semblent donc jouer à plein dans le LBO. Trois raisons expliquent cette inertie. D'abord, le prix d'agrément, qui satisfait les attentes des acheteurs et des vendeurs, reste difficile à trouver dans l'environnement actuel. Anticipant une baisse des prix dans les mois venant, les fonds ne relâcheraient pas encore les cordons de la bourse. En outre, ils structurent, en général, des opérations sur des actifs de qualité - une tendance encore plus forte dans un marché où ils cherchent plus que jamais à limiter une prise de risque excessive. « *Dans notre échantillon, la marge médiane d'Ebitda est passée de 12,6 %, pour le premier semestre 2008, à 13,4 %, pour le second semestre* », souligne le rapport. Le mode de financement des LBO ne serait pas non plus étranger à la stabilité des prix : en misant davantage d'equity par dossier, les fonds compenseraient tout simplement la baisse de la quotité de dette disponible. Les multiples du buy-out n'ont donc rien à voir avec la courbe « en cloche » enregistrée par les ratios retenus par les acheteurs stratégiques pour la reprise de sociétés non cotées (cf. graphique 2). En deux ans, ceux-ci ont vu les multiples fondre d'environ 2,5 points, passant de 10 à 7,6 à la fin de l'année 2008 (ce dernier niveau étant égal à la moyenne de l'indice non coté, LBO et reprises industrielles confondus).

Une décorrélation inédite...

Résultat : une décorrélation inédite avec les valorisations des entreprises cotées (fondées sur l'échantillon ID MidCaps, qui retient 245 valeurs françaises inscrites sur Euronext). A 5,2 fois, à fin 2008, le multiple d'Ebitda agrégé coté est inférieur d'environ un tiers à celui payé par les strategic buyers sur le non-coté. « *Les industriels cotés ajustent immédiatement les prix au cours de Bourse, explique Gilles Mougenot, président d'Argos Soditic France. L'analyse historique montre toutefois que les multiples cotés et non-cotés étaient relativement en ligne. Le décrochage actuel ne devrait donc pas durer. Dans le LBO, l'ajustement va se faire dans les mois à venir : les prix devraient baisser et le volume de transactions ainsi augmenter. Il prend simplement plus de temps car le private equity évolue dans une perspective de plus long terme que les marchés boursiers.* »

... mais à nuancer

Cela dit, plusieurs nuances s'imposent. L'indice Argos Mid-Market reflète des multiples médians d'Ebitda sur douze mois glissants, et ne repose donc pas sur des EBE futurs estimés (comme il en est d'usage dans tout exercice de valorisation). Et ce alors même que le rapport souligne que « *les anticipations de croissance de l'Ebitda sont de +8,5 % pour l'échantillon Argos, contre 0 % pour les entreprises mid-market cotées* ». De surcroît, ces multiples « historiques » sont comparés à ceux de l'indice ID MidCaps calculés en valeur « spot » au 31 décembre dernier - autant dire que ceux-ci intègrent pleinement la déconfiture des marchés financiers observée au dernier trimestre 2008. A noter également que l'échantillon non coté est constitué de transactions conclues dans la zone euro, tandis que le panel coté reflète seulement des valeurs françaises. La représentativité sectorielle des deux échantillons n'est pas non plus totalement symétrique. Mais ne nous méprenons pas. « *En aucun cas, cet indice ne constitue un outil d'évaluation. Il a vocation à retracer une évolution des prix dans le temps et n'a de sens qu'en valeur relative* », conclut Grégoire Buisson, dg et fondateur d'Epsilon Research.

* L'indice Argos Mid-Market, publié pour le 2nd semestre 2008 sur une base de douze mois glissants, est calculé sur la base d'un échantillon de 165 transactions de taille moyenne conclues dans la zone euro et impliquant une prise de participation majoritaire. Reposant sur une valeur d'equity comprise entre 15 M Euros et 150 M Euros, celles-ci sont composées à environ 13 % par des LBO. La France a abrité 27 % des opérations du panel.

Emmanuelle Duten

Tous droits réservés - Les Echos 2009