

La performance économique des entreprises françaises ayant fait l'objet d'une opération de LBO

Conclusions de l'étude menée par la
Chaire Private Equity de l'ESSEC

Salon France-Amériques, Paris
14 octobre 2008



Sommaire

Synthèse

Echantillon

Méthodologie

Performance

Autres conclusions

Annexes



Objectifs de l'étude

- Analyser la **performance économique** des entreprises françaises reprises en LBO et la façon dont leur performance évolue suite à l'opération
- ...notamment face à un **benchmark composé d'entreprises comparables** qui n'ont pas été reprises en LBO (échantillon dit « de contrôle »).
- Pour réaliser cette analyse, l'étude s'appuie sur des :
 - **Indicateurs de performance opérationnelle** comme la croissance du chiffre d'affaires, la croissance de l'EBITDA, ou l'évolution de la marge d'EBITDA (ratio de l'EBITDA sur chiffre d'affaires) ;
 - **Indicateurs d'efficacité de l'utilisation des ressources** comme l'évolution des besoins en fonds de roulement ou celle de la rotation de l'actif immobilisé.
- L'échantillon de l'étude est constitué de **158 entreprises françaises** reprises en LBO entre 1995 et 2005.



Principales conclusions

- Selon l'étude, la performance des entreprises françaises reprises en LBO **s'améliore significativement** après l'opération.
- Au cours des deux exercices qui suivent l'opération de LBO, l'entreprise sous LBO voit **son chiffre d'affaires et son EBITDA progresser à des taux plus élevés** que ceux d'une entreprise comparable.
 - La croissance du chiffre d'affaires des entreprises sous LBO est supérieure de 6 % à la croissance de celui des entreprises comparables au cours du premier exercice suivant l'opération de LBO ;
 - La croissance de l'EBITDA des entreprises sous LBO est supérieure de 20% à la croissance de celui des entreprises comparables au cours de la même période ;
 - La croissance de la marge d'EBITDA est supérieure de plus de 1% à la croissance de celle des entreprises comparables au cours de la même période.



Principales conclusions (suite)

- Ces améliorations, par rapport aux entreprises comparables, sont liées à:
 - une **augmentation de la marge brute** de l'ordre de 1.1%, et ce, dans un contexte de baisse globale des marges des PME;
 - une maîtrise des coûts du personnel, donnant lieu à des **gains de productivité** de l'ordre de 1.2% du chiffre d'affaires ;
 - une **augmentation des autres charges externes**, parmi lesquelles figurent les frais de marketing, de 0.9% du chiffre d'affaires ;
 - une meilleure **gestion du besoin en fonds de roulement**.
- Ces conclusions tiennent pour l'ensemble de l'échantillon et ne sont pas spécifiques à un type d'entreprise, un secteur d'activité ou une période particulière.



Sommaire

Synthèse

Echantillon

Méthodologie

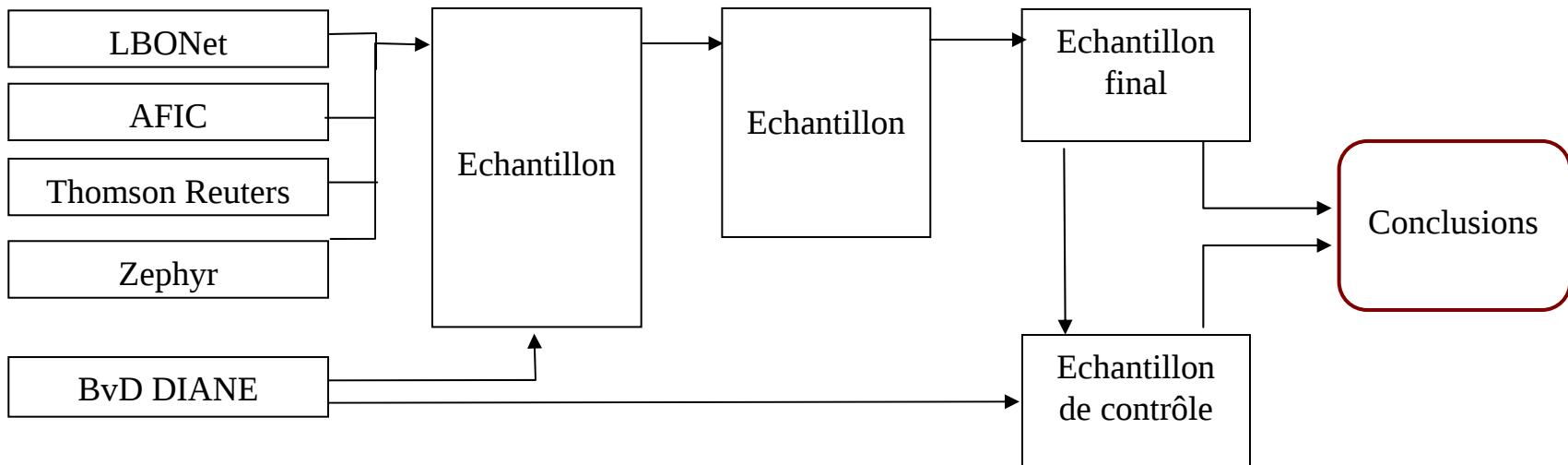
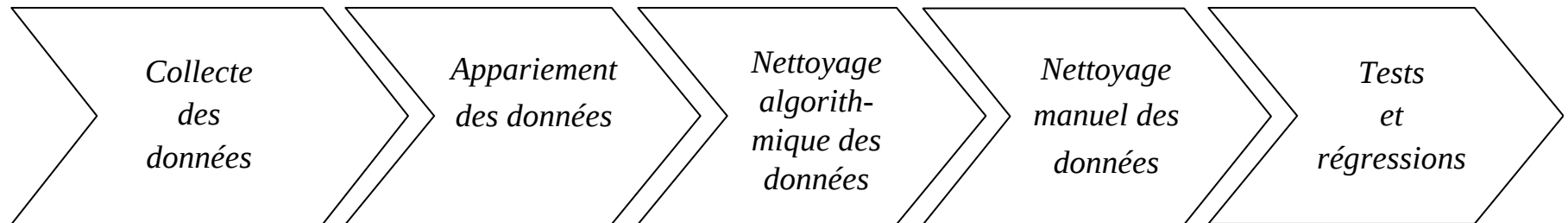
Performance

Autres conclusions

Annexes



Etapes de l'étude



Sélection de l'échantillon

- L'ensemble des bases utilisées lors de la collecte des données contient environ 1500 opérations. Pour parvenir à l'échantillon final retenu, nous sélectionnons les opérations pour lesquelles :
 - La date du dernier exercice complet précédant l'opération, et celle du premier exercice complet la suivant, peuvent être identifiées ;
 - Les données comptables sont disponibles sur DIANE, pour au moins ces deux exercices;
 - Ces données comptables ne changent pas de nature pendant la période (de données non consolidées à consolidées, ou vice-versa) ;
 - L'opération est bel et bien un LBO.
- En outre, une vérification au cas par cas a été réalisée en croisant les données comptables, les informations concernant l'opération publiées dans la presse et celles figurant sur le site Internet de l'entreprise.
- L'ensemble de ces démarches est essentielle pour obtenir des données fiables. Au final, l'échantillon est constitué de 158 entreprises.



Chiffres-clés avant l'opération

L'année qui précède l'opération, les caractéristiques des entreprises qui composent l'échantillon sont les suivantes :

- Le chiffre d'affaires moyen est de 48 millions €.
- La marge d'EBITDA (EBITDA/CA) médiane s'établit à 10%.
- La croissance médiane du chiffre d'affaires est de 7%.

	N	Moyenne	Médiane
Chiffre d'affaires (CA)	158	48.03	18.89
Croissance du CA	138	10.6%	7.0%
Actif net	158	36.58	12.12
Ebitda	158	4.19	1.91
Ebitda /CA	158	11.7%	10.1%

Année avant l'opération. Millions d'Euros



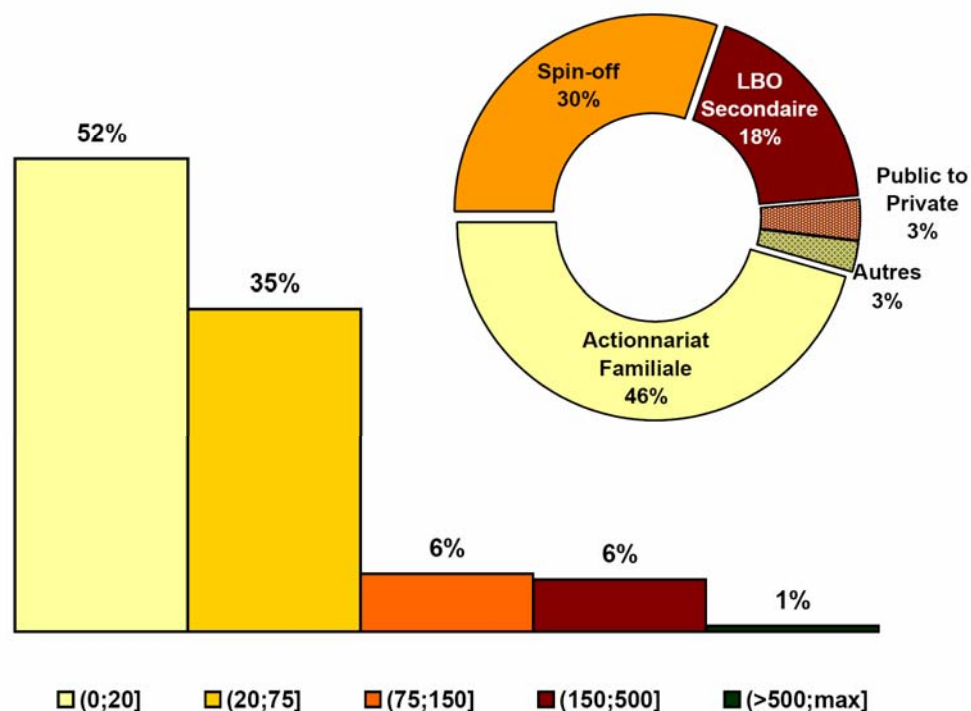
Caractéristiques de l'échantillon

- 52% des entreprises de l'échantillon ont un chiffre d'affaires inférieur à 20 millions €.
- 53% du volume total des opérations portent sur des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 75 millions €.
- 75% des entreprises ont fait l'objet d'une opération de LBO après 2002.
- Dans 46% des cas le vendeur est une personne physique, et dans 30% des cas la cible est une division d'une entreprise (« spin-off »).

Répartition des entreprises de l'échantillon (% du nombre d'opérations)

Graphique principal : répartition par taille (chiffre d'affaires en millions d'euros)

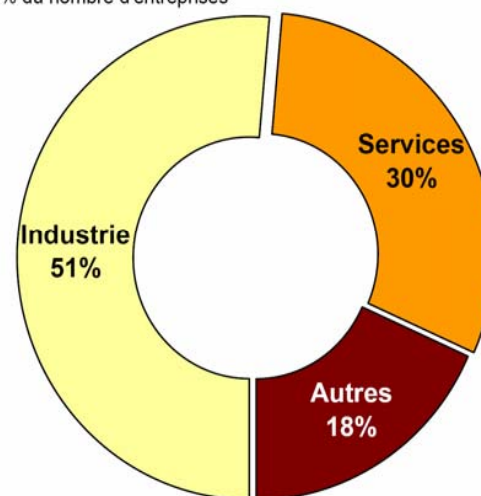
Graphique en haut à droite : répartition par source de l'opération



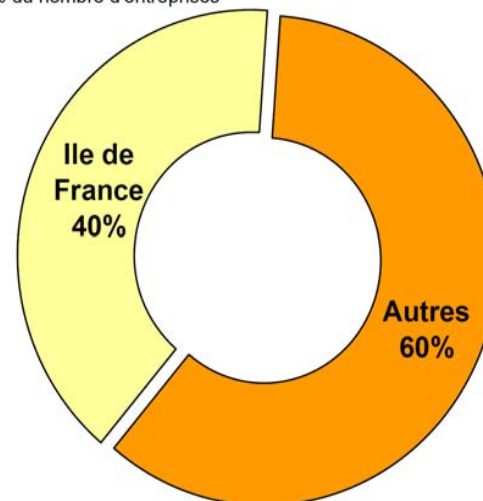
Caractéristiques de l'échantillon (suite)

- 51% des entreprises de l'échantillon appartiennent au secteur industriel.
- 30% des entreprises de l'échantillon appartiennent au secteur des services.
- En termes de situation géographique sur le territoire français, 60% des entreprises sont situées hors de l'Ile-de-France.

Répartition des entreprises par secteur d'activité
% du nombre d'entreprises



Répartition des entreprises de l'échantillon en fonction de leur origine géographique
% du nombre d'entreprises



Sommaire

Synthèse

Echantillon

Méthodologie

Performance

Autres conclusions

Annexes



Constitution de l'échantillon de contrôle

- Celui-ci est composé d'entreprises dont la probabilité d'être choisies comme cibles est a priori la même que celle d'entreprises reprises en LBO.
- Cette méthode vise à surmonter le problème dit de « biais de sélection », à savoir le fait que les entreprises achetées dans une opération de LBO sont, en général, plus performantes vis-à-vis de leurs pairs, ce qui de fait induirait un biais sur les résultats.
- Un modèle de régression est appliqué à l'ensemble des entreprises (pas uniquement celles reprises en LBO) afin d'estimer la probabilité qu'une entreprise soit la cible d'un LBO une année donnée («score de propension»).
- Les variables utilisées pour estimer la probabilité sont la taille de l'entreprise, son niveau d'endettement, sa rentabilité, sa trésorerie, son taux d'imposition effective, ainsi que son secteur d'activité.
- Chaque entreprise reprise en LBO va donc être comparée à une entreprise de référence qui présente le « score de propension » le plus proche du sien.

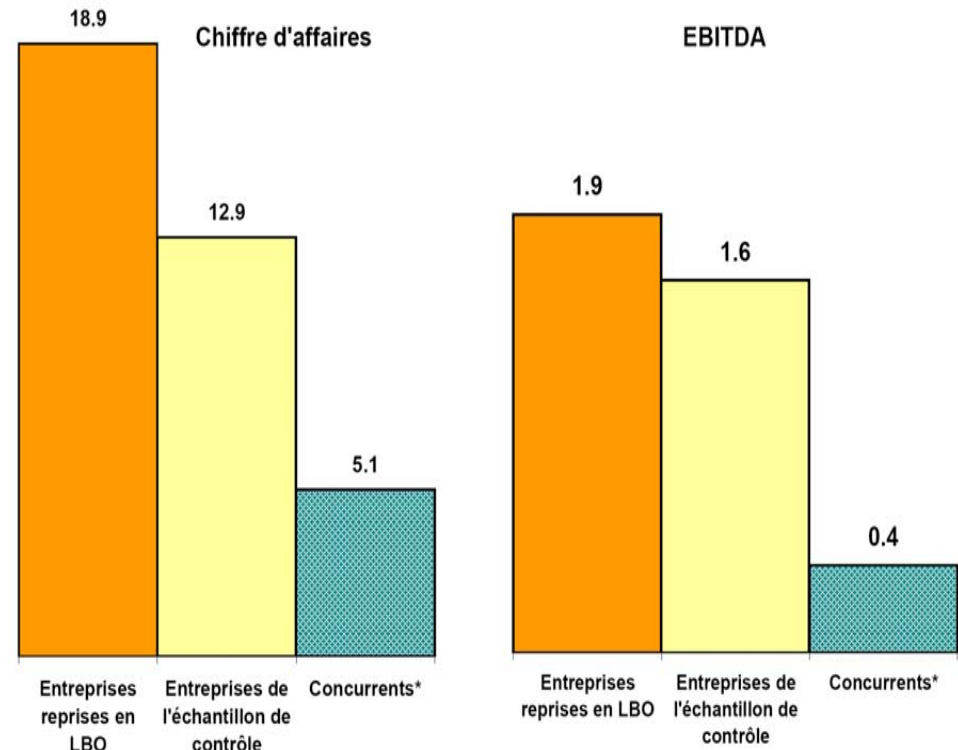


Nécessité de l'échantillon de contrôle

- Une approche naïve serait de comparer les entreprises cibles d'un LBO avec leurs « concurrents » (entreprises appartenant à la même industrie et de même catégorie de taille et de croissance).
- Le concurrent médian est trois fois plus petit et sa rentabilité cinq fois inférieure à celle d'une cible de LBO.
- Cela entraînerait un biais statistique lors de la comparaison entre les deux populations.
- Le profil des entreprises de l'échantillon de contrôle est beaucoup plus proche de celui des entreprises cibles que de celui de leurs concurrents.

Comparaison des entreprises reprises en LBO avec les entreprises de l'échantillon de contrôle et avec leurs concurrents

Chiffre d'affaires et EBITDA médians pour l'exercice précédant l'opération
Millions d'euros

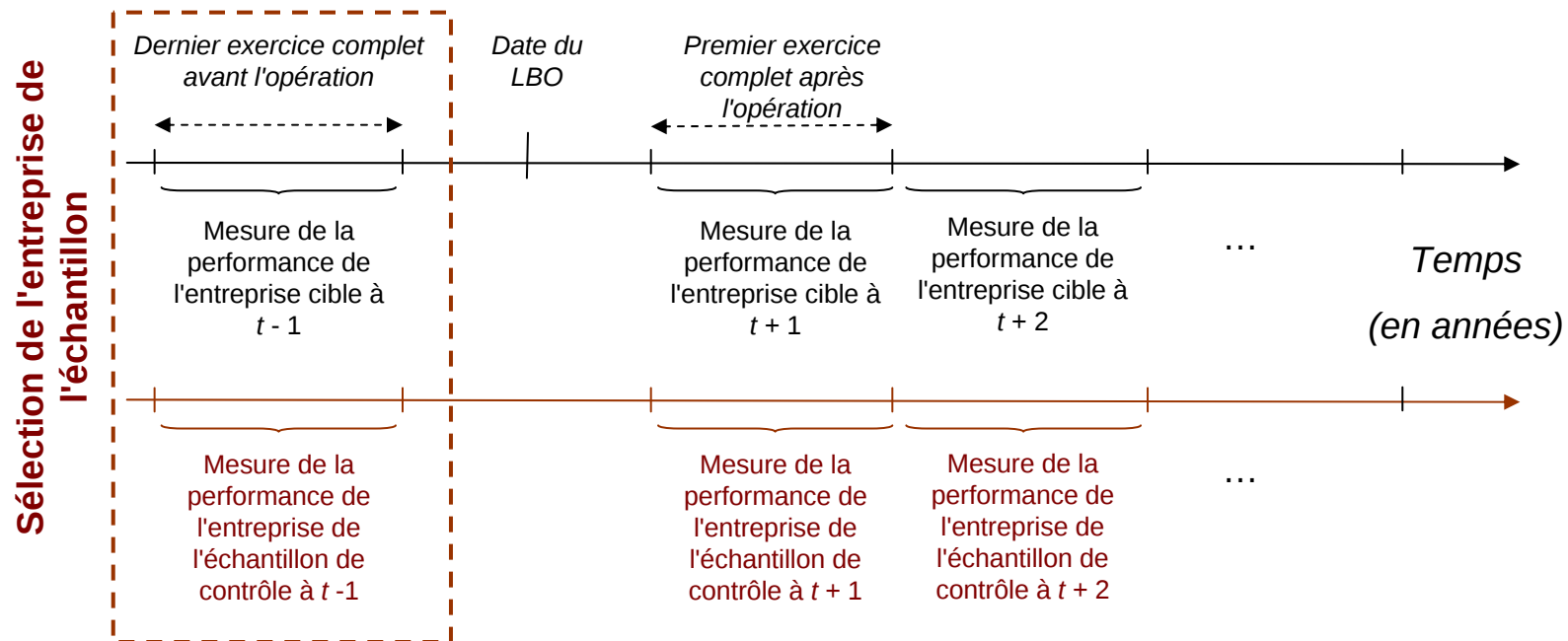


* Par concurrents on entend des entreprises dans la même industrie et dans la même catégorie de taille et croissance que l'entreprise reprise en LBO.



Détermination de la performance ajustée

La performance ajustée de l'entreprise cible est égale à la différence entre sa performance et celle de l'entreprise de l'échantillon correspondante sur la période considérée.



Sommaire

Synthèse

Echantillon

Méthodologie

Performance

Autres conclusions

Annexes

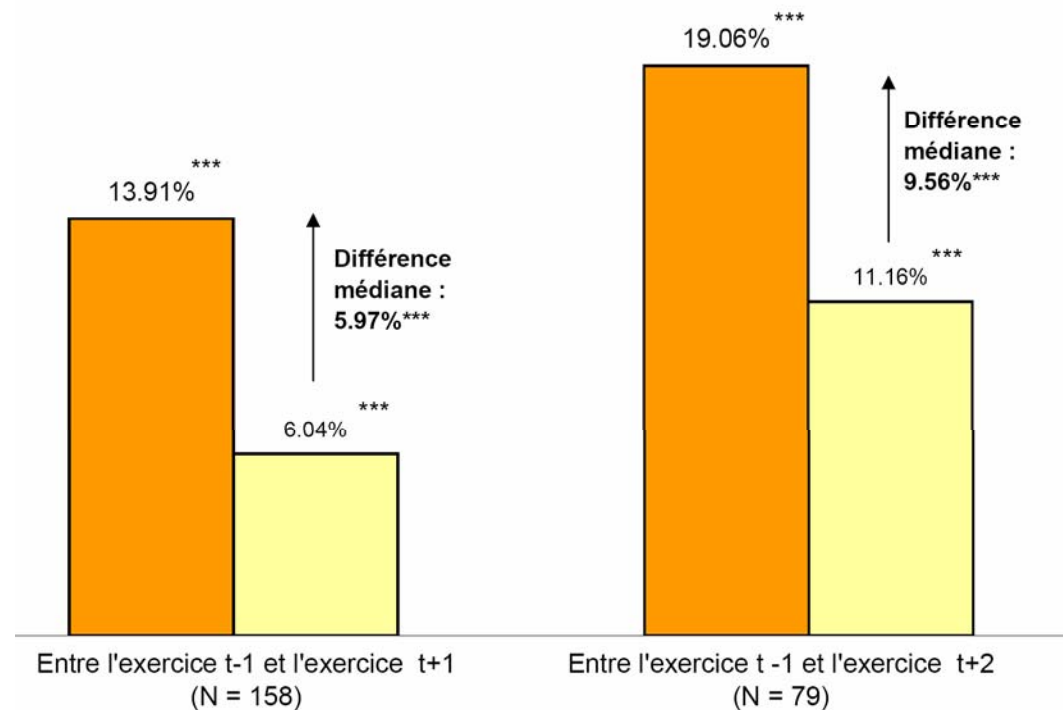


Croissance du chiffre d'affaires

- Au cours des deux exercices qui suivent l'opération, la croissance du chiffre d'affaires des entreprises cibles de LBO est statistiquement supérieure à la croissance de celui des entreprises comparables.
- Au cours du premier exercice qui suit l'opération, la croissance du chiffre d'affaires s'élève à près de 14%.
- Sur la même période, le différentiel de croissance par rapport aux entreprises comparables est de 6%.

Evolution du chiffre d'affaires
Variation en %

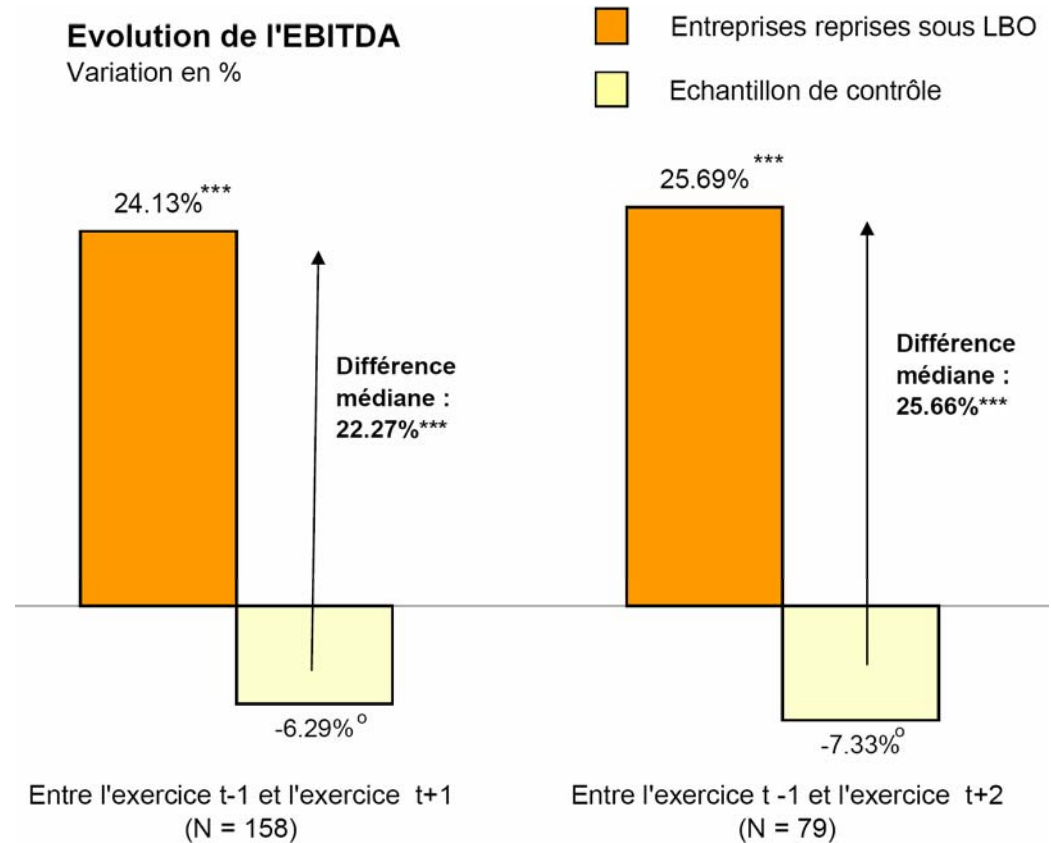
Entreprises reprises sous LBO
Echantillon de contrôle



*** Statistiquement significatif au seuil de 1%
** Statistiquement significatif au seuil de 5%
* Statistiquement significatif au seuil de 10%
° Statistiquement non significatif

Croissance de l'EBITDA

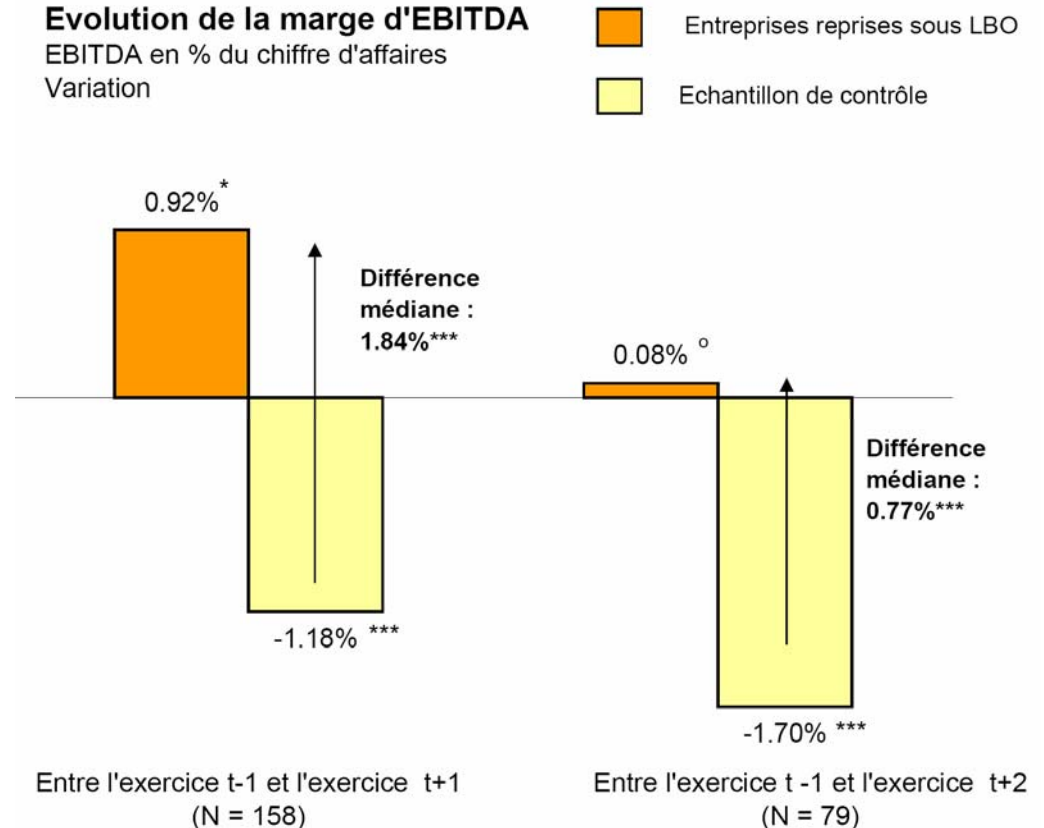
- L'EBITDA des entreprises cibles de LBO augmente fortement.
- Au cours du premier exercice suivant l'opération, la progression de l'EBITDA s'établit à 24%.
- La sur-performance est de 22% par rapport à l'échantillon de contrôle.
- La croissance, après l'opération, de l'EBITDA des entreprises de l'échantillon de contrôle n'est pas statistiquement différente de zéro.



Variation de la marge d'EBITDA

- La marge d'EBITDA est le ratio EBITDA sur chiffre d'affaires.
- Au cours du premier exercice qui suit l'opération, la marge d'EBITDA des entreprises reprises en LBO augmente de près de 1% en termes absolus.
- Comparée à l'échantillon de contrôle, elle augmente de 1.8%.
- La pression constatée sur les marges est en cohérence avec l'évolution à la baisse des marges des PME françaises pendant la période de l'étude (cf. données INSEE).

Evolution de la marge d'EBITDA
EBITDA en % du chiffre d'affaires
Variation



*** Statistiquement significatif au seuil de 1%

** Statistiquement significatif au seuil de 5%

* Statistiquement significatif au seuil de 10%

° Statistiquement non significatif

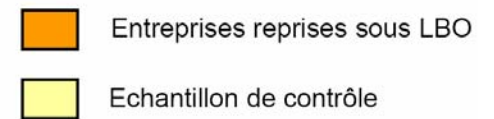


Effets des composantes de l'exploitation

- Au cours du premier exercice qui suit l'opération, la marge brute augmente de 1.2% par rapport à celle des entreprises de l'échantillon de contrôle.
- Le poids des autres charges externes, parmi lesquelles figurent les frais de marketing, augmente de 0.9% par rapport à celui des entreprises de l'échantillon de contrôle.

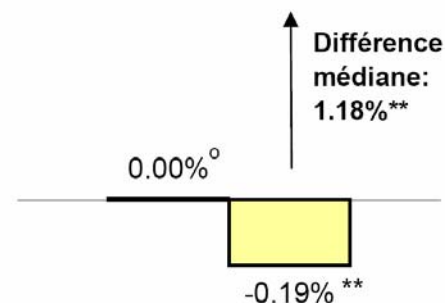
Effets des composantes de l'exp.

Variation entre l'exercice t -1
et l'exercice t +1
(N = 158)



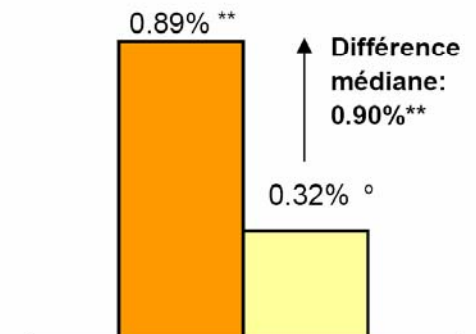
Marge brute

en % du chiffre d'affaires



Autres charges externes

en % du chiffre d'affaires



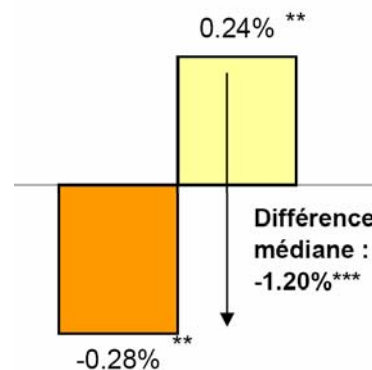
Coûts de personnel

- Au cours du premier exercice qui suit l'opération, le poids des coûts du personnel diminue de 1.2% par rapport à celui des entreprises de l'échantillon de contrôle.
- Le total des salaires versés augmente de 8% et sa variation est statistiquement comparable à celle observée pour l'échantillon de contrôle.
- En outre, l'étude montre que la variation de l'actif net (une mesure de l'investissement) et celle des effectifs des cibles de LBO ne sont pas statistiquement différentes de celles des entreprises comparables.

Coûts de personnel
Entre l'exercice t -1 et l'exercice t +1
(N = 158)

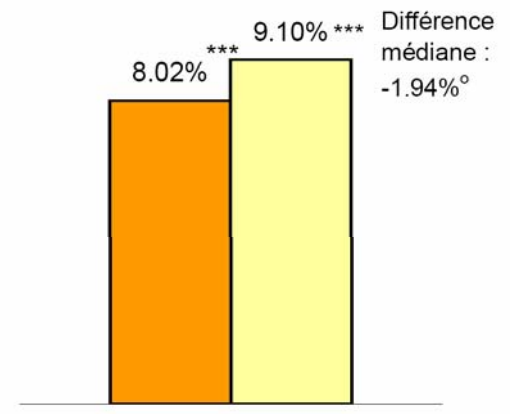
Entreprises reprises en LBO
Echantillon de contrôle

Coûts de personnel
en % de chiffre d'affaires
Variation



Coûts de personnel

Millions d'Euros
Variation en % sur la période



Echelle différente de celle du graphique à gauche



*** Statistiquement significatif au seuil de 1%

** Statistiquement significatif au seuil de 5%

* Statistiquement significatif au seuil de 10%

° Statistiquement non significatif

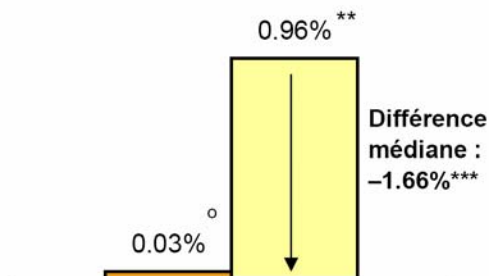
Utilisation des ressources

- Au cours du premier exercice qui suit l'opération, le besoin en fonds de roulement d'exploitation des entreprises sous LBO diminue d'environ 1.6% par rapport à celui des entreprises de l'échantillon de contrôle.
- La variation de la rotation de l'actif immobilisé n'est statistiquement pas différente de celle de l'échantillon de contrôle.

Utilisation des ressources

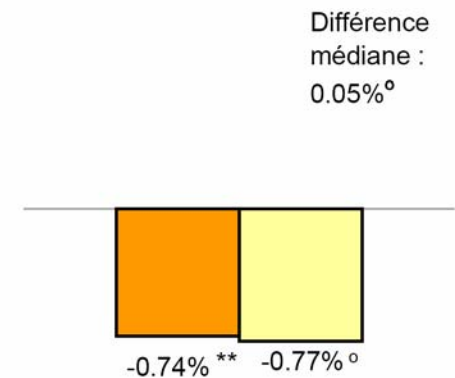
Variation entre l'exercice t -1 et l'exercice t +1
(N = 158)

Besoin en Fonds de Roulement en % du chiffre d'affaires



Entreprises reprises sous LBO
Echantillon de contrôle

Actifs immobilisés en % du chiffre d'affaires



Sommaire

Synthèse

Echantillon

Méthodologie

Performance

Autres conclusions

Annexes



Vérifications de la fiabilité des résultats obtenus

- L'analyse de performance a été menée sur plusieurs sous-échantillons:
 - Opérations avec comptes consolidés versus non consolidés; opérations de grande versus petite taille; entreprises industrielles versus entreprises de services; etc.
 - Les entreprises reprises en LBO affichent une sur-performance d'ampleur similaire, quel que soit le sous-échantillon retenu.
- Une autre analyse consiste à utiliser comme échantillon de contrôle, la performance médiane des concurrents de l'entreprise sous LBO.
 - Par concurrents s'entend des entreprises évoluant dans le même secteur d'activité (même code NAF) et dont l'actif net et la croissance du chiffre d'affaires se situent dans le même quintile que ceux de l'entreprise cible l'année précédant le LBO.
 - Les résultats obtenus sont similaires, d'un point de vue quantitatif et qualitatif. Au cours du premier exercice suivant le LBO, les entreprises sous LBO affichent vis-à-vis de leurs concurrents un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur de 3.8%, une croissance d'EBITDA supérieure de 22% et une augmentation de marge supérieure de 1.4%.



Analyse de régression

- L'application d'un modèle de régression linéaire confirme la robustesse des conclusions obtenues.
- Une technique économétrique à deux étapes a été utilisée. La première étape, l'étape de sélection, permet de corriger le biais introduit par le fait que les LBO ne sont pas observés de manière aléatoire.
 - La fourchette des estimations indique que l'EBITDA des entreprises cibles de LBO augmente d'environ 0.8 million € après l'opération par rapport à celui des entreprises de l'échantillon de contrôle.
 - La fourchette des estimations concernant la marge d'EBITDA indique que celle-ci augmente de plus de 2% par rapport à celle des entreprises de l'échantillon de contrôle au cours de l'exercice suivant l'opération.
- Pour de plus amples détails, vous pouvez vous référer au contenu de l'étude.



Sommaire

Synthèse

Echantillon

Méthodologie

Performance

Autres conclusions

Annexes

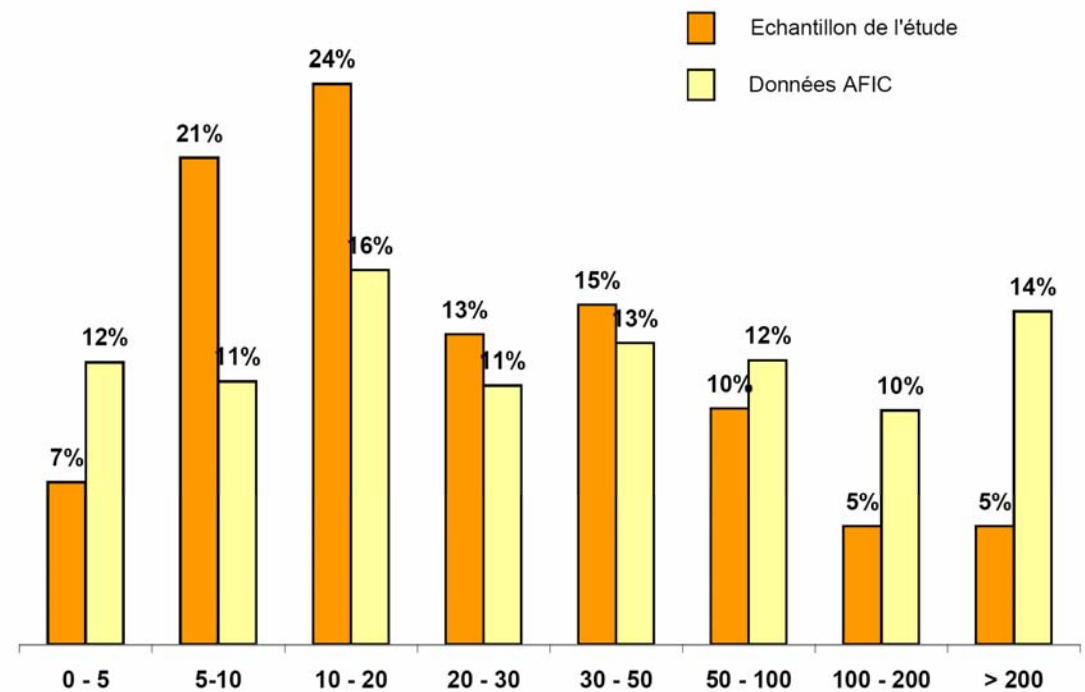


Annexe: Comparaison entre l'échantillon de l'étude et les données de l'AFIC

Taille

- L'échantillon des 158 entreprises retenues pour l'étude est comparée aux 1143 opérations réalisées par les investisseurs en capital entre 2005-2007 et contenues dans la base de données www.afic-data.com.
- Même si l'échantillon contient plus d'opérations de petite taille, il reste clairement représentatif du marché des LBO.
- Cette différence peut s'expliquer notamment par le fait que les deux échantillons couvrent des périodes différentes.

Répartition du chiffre d'affaires des entreprises reprises en LBO
% du nombre d'entreprises



Chiffre d'affaires en millions d'Euros

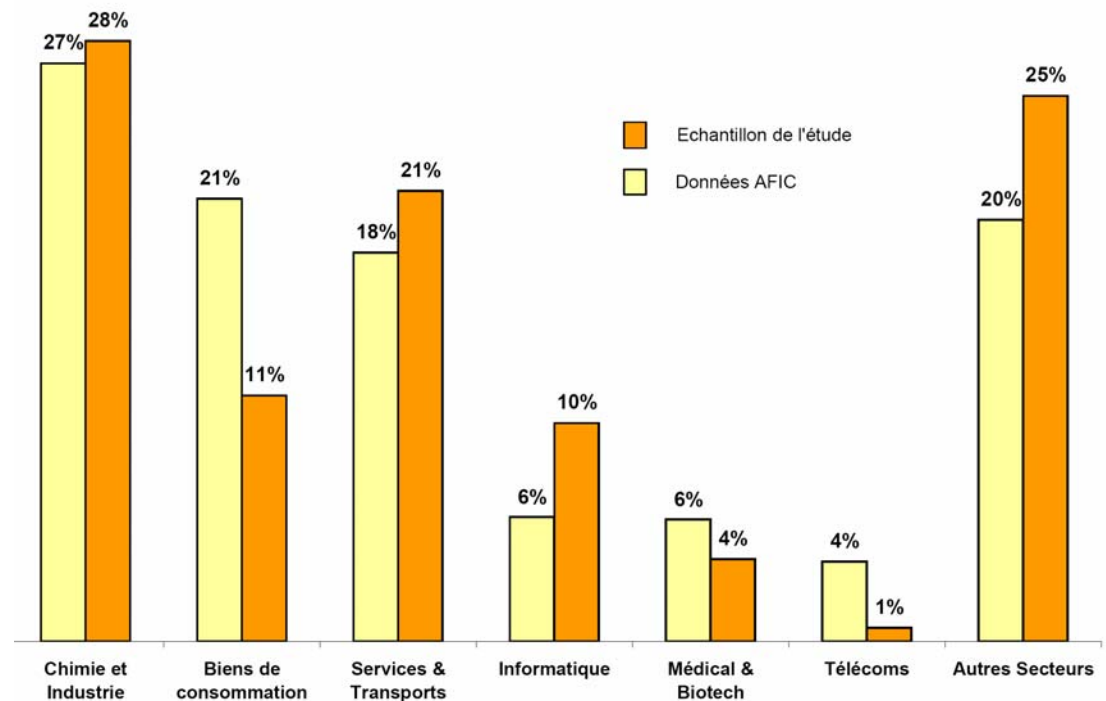


Annexe: Comparaison entre l'échantillon de l'étude et les données de l'AFIC

Secteurs d'activité

- L'échantillon contient moins d'opérations réalisées dans le secteur des biens de consommation et plus d'opérations réalisées dans d'autres secteurs, mais demeure encore largement représentatif.
- La répartition géographique des opérations – non détaillée ici – est également similaire d'un échantillon à l'autre. Dans l'échantillon AFIC, 43% des opérations ont été réalisées en Île-de-France, contre 40% dans l'échantillon utilisé dans cette étude.

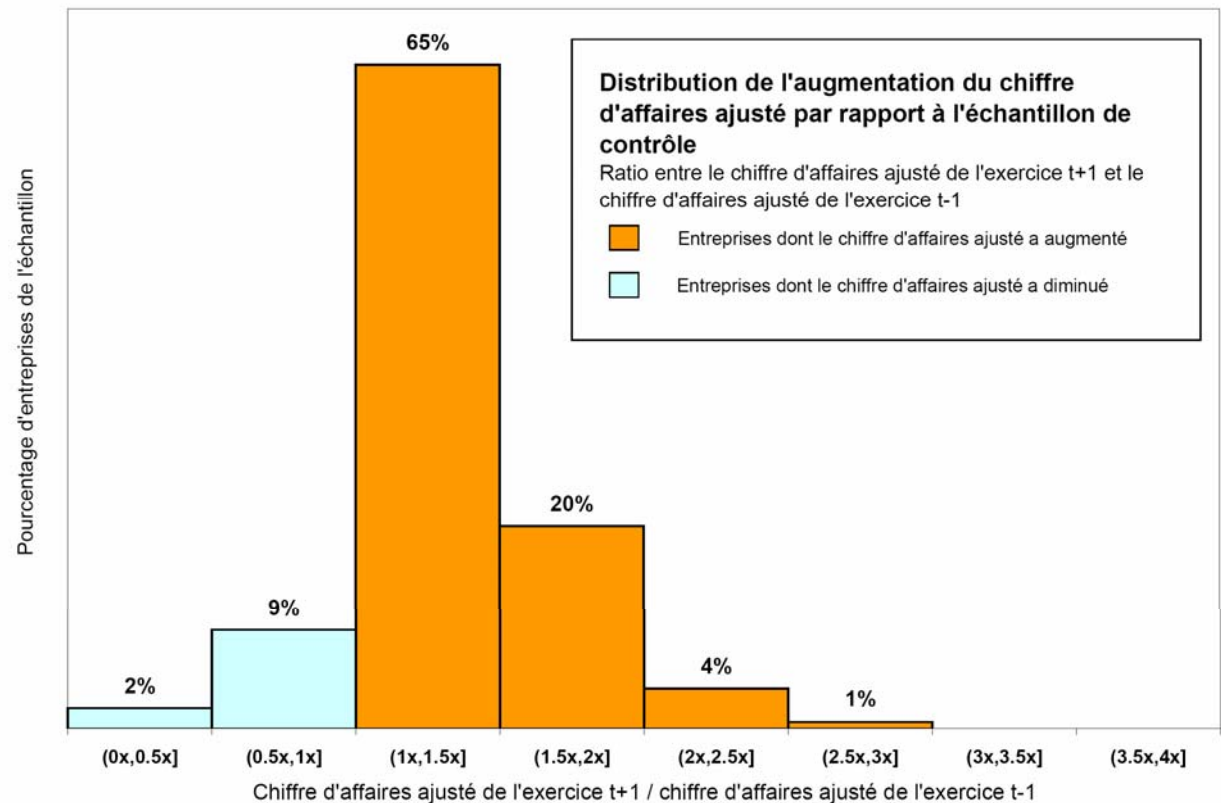
Répartition des entreprises reprises en LBO, par secteur d'activité
% du nombre d'entreprises



Annexe: Histogramme de la variation des principaux indicateurs

Histogramme de la variation du chiffre d'affaires ajusté

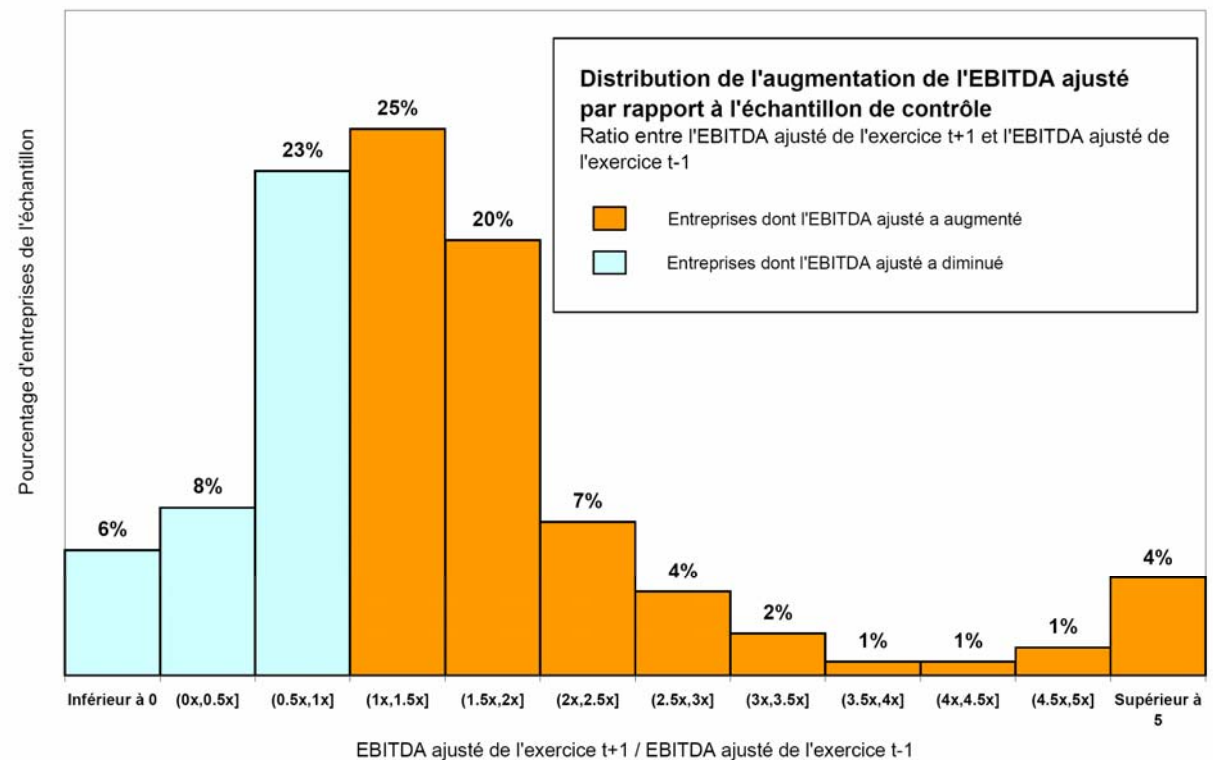
- Dans 89% des cas, le chiffre d'affaires des entreprises sous LBO augmente plus fortement que celui des entreprises comparables.



Annexe: Histogramme de la variation des principaux indicateurs

Histogramme de la variation de l'EBITDA ajusté

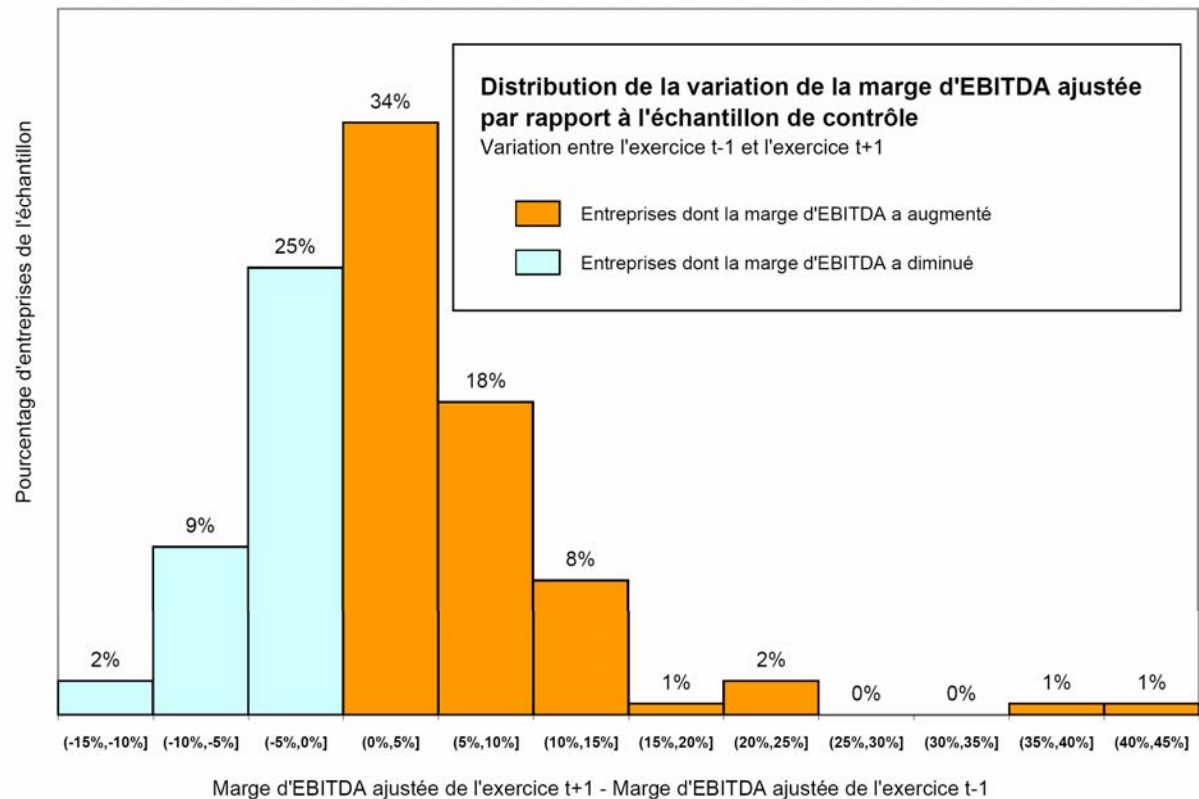
- Dans 63% des cas, l'EBITDA des entreprises sous LBO augmente plus fortement que celui des entreprises comparables.
- Certaines entreprises connaissent de très forte croissance de l'EBITDA.



Annexe: Histogramme de la variation des principaux indicateurs

Histogramme de la variation de la marge d'EBITDA ajustée

- Dans 64% des cas, la marge d'EBITDA des entreprises sous LBO augmente plus fortement que celle des entreprises comparables.
- Certaines entreprises se montrent particulièrement performantes.



A propos de l'ESSEC Private Equity Chair

Fondé en janvier 2007, le forum ESSEC Private Equity Chair vise à faciliter la production d'études sur le secteur du capital-investissement.

Barclays Private Equity, Grant Thornton et Linklaters, ses trois sponsors, aident le forum à atteindre ses objectifs en contribuant à son financement et en mettant à sa disposition leur expertise sur le terrain, et leur réseau.

Le forum couvre trois domaines d'activité : la production d'études théoriques, la production de contenus destinés aux dirigeants par le biais de son Programme d'études de cas, et la rédaction de supports de formation pour les étudiants de l'ESSEC.

Vous trouverez de plus amples informations sur le site www.essec-private-equity.com.

Cette présentation contient les résultats d'études théoriques dont la responsabilité incombe exclusivement à leurs auteurs et dont la fiabilité ne saurait être garantie par Barclays Private Equity, Grant Thornton ou Linklaters. Barclays Private Equity, Grant Thornton et Linklaters déclinent par conséquent toute responsabilité quant au contenu de ces études et à leurs conséquences.

© Droits d'auteur ESSEC Private Equity Chair, 2008.

