

DEUXIEME EDITION

Capital immatériel, son importance se confirme

Analyse du poids du capital immatériel dans la valeur
d'une centaine d'entreprises cotées européennes

* SERVICE D'EXPERTS EN TRANSACTIONS

ERNST & YOUNG

La Qualité par principe™



Méthodologie

Il existe de multiples façons de mesurer la valeur du capital immatériel. Il ne saurait donc être question ici d'appréhender de façon exhaustive l'immatériel des entreprises. L'approche que nous avons retenue pour cette étude est fondée sur une logique de valeur résiduelle. Pour chaque entreprise, la valeur de l'immatériel est en effet déterminée par la différence entre d'une part, l'Enterprise Value déterminée à partir de la capitalisation boursière au 1er janvier 2007 (correspondant à la moyenne des capitalisations boursières de décembre 2006 et janvier 2007) et ses dettes financières à la même date, et d'autre part la valeur comptable des actifs au bilan (hors actifs incorporels inscrits et goodwill).

Précisons que pour les banques et les sociétés d'assurance, la valeur de l'immatériel a été définie comme la différence entre la capitalisation boursière au 1^{er} janvier 2007 et la situation nette, hors actifs incorporels inscrits et goodwill. Cette approche constitue naturellement une approximation dans la mesure où cela revient à considérer que l'intégralité de l'écart entre la valeur de marché des entreprises et la valeur des éléments comptables correspond à de l'immatériel. Elle revient notamment à considérer que les éléments de revalorisation liés aux autres types d'actifs (notamment les actifs corporels) sont non-significatifs. Cette considération est une simplification acceptable et ne change pas la conclusion de notre étude. En outre, la méthode de mesure que nous avons utilisée est plus pertinente que l'approche traditionnelle fondée sur le market-to-book ratio (rapport entre capitalisation boursière et montant comptable des capitaux propres, parfois appelé ratio Q de Tobin) car elle permet d'inclure la totalité de l'immatériel, inscrit ou non à l'actif de l'entreprise.

Nature de l'échantillon

Notre échantillon est constitué de 101 entreprises européennes cotées, appartenant à des secteurs variés. Sur la base du même échantillon que l'année dernière, 78 proviennent de l'indice FTSEurofirst 80, composé exclusivement de groupes de la zone Euro ; les 23 autres sont de grands groupes britanniques, français et suisses qui ont été ajoutés pour compléter la base et la représentativité de nos analyses.

Avertissement

La totalité des données utilisées est composée d'informations publiquement disponibles : cours boursiers, rapports annuels et documents de référence. Les équipes d'Ernst & Young Transaction Advisory Services qui ont travaillé sur cette étude n'ont donc eu accès à aucune information confidentielle.

Les capitalisations boursières ont été déterminées au 1^{er} janvier 2007. Par cohérence, les rapports annuels et documents de référence correspondent aux publications faites en 2007 par chaque entreprise après la clôture de l'exercice 2006. Précisons que tous les événements survenus au cours de l'exercice 2007 ont nécessairement modifié les données et les observations présentées dans cette étude. Rappelons également que cette étude est une actualisation des résultats présentés en 2007 au titre de l'exercice 2006.

édito

Le capital immatériel est aujourd'hui reconnu comme le levier de création de valeur majeur dans toutes les entreprises en croissance.

Les équipes Valuation & Business Modelling d'Ernst&Young Transaction Advisory Services ont innové en 2006 en publiant la première mesure du poids de ce capital immatériel dans la valeur totale de cent entreprises européennes cotées de premier plan. 60% de la valeur des entreprises étudiées étaient alors constitués d'actifs immatériels.

Qu'en est-il un an après ?

Cette étude confirme les tendances générales et les phénomènes sectoriels déjà observés en 2006 : l'immatériel constitue bien la première richesse de l'entreprise. Mieux : cette part s'accroît.

Ainsi, dans cette deuxième édition de notre étude, 15 secteurs contre 12 sur les 18 secteurs identifiés, ont désormais un poids de leur actifs incorporels supérieur à celui de leurs actifs corporels. La hausse de 3,1 points de la moyenne du poids de l'immatériel découle donc d'une tendance globale de l'ensemble des secteurs.

Peut-on s'en étonner ? Evidemment non ! Les entreprises européennes qui composent notre échantillon sont toutes tournées vers l'international et s'appuient sur une stratégie fondée sur la différenciation, la multiplication des synergies entre les activités, la capacité à innover, à créer des marques et des produits, et à gérer avec attention leurs relations clients. Ces mêmes entreprises évoluent de plus sur des terrains très concurrentiels et se livrent à une forte compétition pour conquérir des parts de marché.

Nous voulons toutefois rappeler ici que l'immatériel n'est pas réservé aux multinationales. Selon une analyse interne réalisée par Ernst & Young Valuation & Business Modelling sur un échantillon diversifié de PME cotées, le poids relatif de l'immatériel dans les secteurs représentés montre des proportions identiques à celles décrites ici, même si les actifs incorporels reconnus sont différents.

Quelle valeur les marchés financiers accordent ils aux actifs immatériels ? Sont-ils de mieux en mieux reconnus ? Les tendances sectorielles sont elles confirmées ? Vous en conviendrez, les baromètres n'ont de valeur que dans le temps, d'où notre souhait de vous présenter cette seconde étude du poids du capital immatériel en Europe.

A tous, bonne lecture.

Alexis Karklins-Marchay
Associé Transaction Advisory Services



Dernière minute

Les premières analyses conduites par nos équipes à l'automne 2007, après une période de forte volatilité boursière liée à la crise des subprimes et à l'incertitude sur les marchés financiers, confortent les conclusions de la présente étude en démontrant la résistance du poids relatif des actifs immatériels au bilan.



sommaire

Edito	1
Ce qu'il faut retenir	2
Immatériel ou corporel ? Analyse d'une année d'évolution	4
Actifs immatériels comptabilisés au bilan	6
Focus sectoriels	7

Ce qu'il faut retenir

- >> Sur un échantillon de **101 entreprises européennes** cotées de premier plan, l'immatériel est passé en moyenne de **60%** à **63% de leur valeur** au 1^{er} janvier 2007.
- >> Avec près de **3 500 milliards d'euros** au 1^{er} janvier 2007, la valeur cumulée du capital immatériel de ces entreprises est nettement supérieure au PIB annuel de la France.
- >> **Pour 78 entreprises**, la part de l'immatériel représente en moyenne plus de 50% de leur valeur.
- >> Dans seulement **13 cas** (exclusivement des entreprises industrielles), les actifs corporels représentent la principale catégorie d'actifs.
- >> En moyenne, **34% de la valeur de l'immatériel** est comptabilisée au bilan, contre 36% en 2006.
- >> Parmi les **secteurs** dans lesquels le capital immatériel représente l'essentiel de la valeur : le tabac, le luxe, les produits de consommation, la pharmacie et les télécommunications.

63%

de la valeur des entreprises étudiées correspond à de l'immatériel

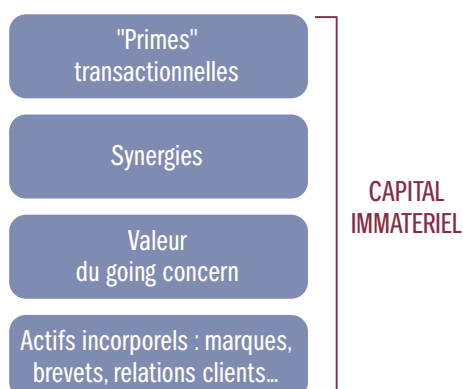
La valeur totale du capital immatériel est plus importante que le PIB de la France.

Seulement

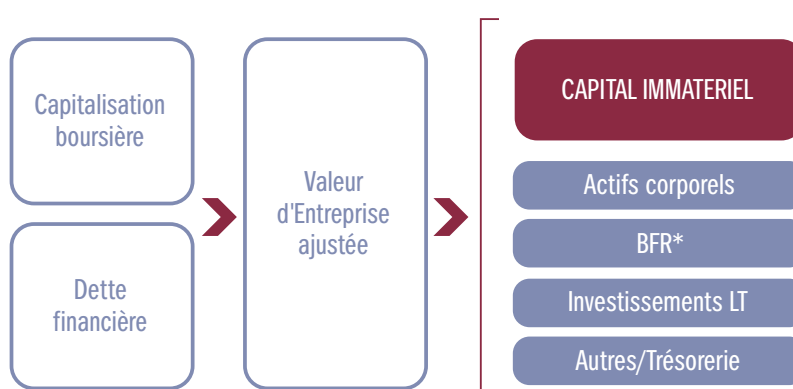
34%

du capital immatériel est inscrit au bilan

Qu'est-ce que "l'immatériel" ?



Estimation de la valeur de l'immatériel



BFR* : Besoin en Fonds de Roulement

TOP 10 DES VALEURS IMMATÉRIELLES

(en valeur absolue aux 1^{er} janvier 2006 et 2007)

En Europe	
2006	2007
Novartis	Novartis
GlaxoSmithKline	GlaxoSmithKline
Sanofi-Aventis	Roche
Roche	Telefonica
Total	Sanofi-Aventis
Nestlé	Nestlé
Vodafone	Vodafone Group
France Télécom	Total
UBS	France Télécom
Telecom Italia	UBS

En France	
2006	2007
Sanofi-Aventis	Sanofi-Aventis
Total	Total
France Télécom	France Télécom
Axa	Suez
LVMH	Vinci
Suez	LVMH
L'Oréal	L'Oréal
Carrefour	BNP Paribas
Vivendi Universal	Société Générale
Société Générale	Axa

Objectifs de l'étude

Cette étude a pour objectif de mesurer la part du capital immatériel dans les principales entreprises européennes.

Notre échantillon est constitué de 101 des principales entreprises européennes cotées. Pour chacune, nous avons analysé la différence entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des actifs au bilan, hors actifs incorporels inscrits et goodwill (précisions sur la méthodologie en 2^{ème} de couverture).

Le niveau de capital immatériel dans une entreprise donnée n'a pas de valeur descriptive ou prédictive quant à sa position économique et financière par rapport aux autres. L'objectif prioritaire de cette étude consiste à sensibiliser la communauté économique et financière à l'importance que l'immatériel a pris dans nos économies, tout en indiquant que seule une part marginale de cette valeur immatérielle est reconnue au bilan.

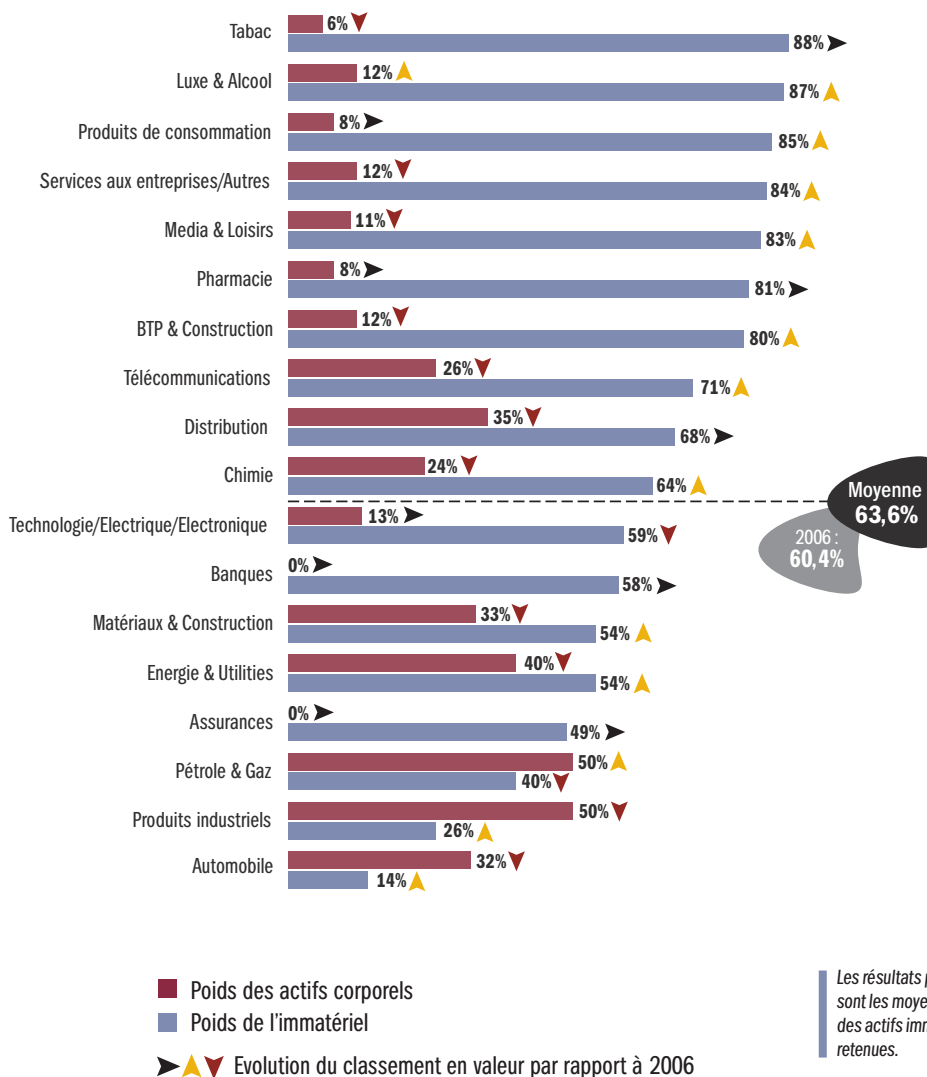
Les résultats obtenus et publiés dans cette étude ne peuvent donc servir à porter un quelconque jugement sur les entreprises ou sur les secteurs d'activité étudiés.

Immatériel ou corporel ?

Analyse d'une année d'évolution

En 2007, le nombre de secteurs dont le poids de l'immatériel est en progression est plus élevé que celui des secteurs qui montrent une proportion stable ou en baisse. La hausse de 3 points de la moyenne du poids de l'immatériel découle donc d'une tendance globale de l'ensemble des secteurs.

Poids de l'immatériel vs/ poids des actifs corporels





8% - BTP & Construction :

- ▶ l'un des 4 secteurs qui marquent la plus forte hausse ;
- ▶ le secteur est tiré par l'entrée de Vinci dans le Top 10 France des valeurs immatérielles ;
- ▶ avec 23 points d'augmentation de sa part d'immatériel, due essentiellement à l'acquisition récente d'ASF, le groupe Vinci explique à lui seul très largement cette forte progression sectorielle.

8% - Energie & Utilities :

- ▶ le secteur énergie connaît également une forte progression, tiré notamment par la conjoncture favorable pour les groupes spécialisés dans la fourniture d'énergie.



6% - Télécommunications :

- ▶ pour la deuxième année consécutive, 3 acteurs du marché font partie du TOP 10 Europe, dont France Telecom, également présent dans le TOP 10 France.

6% - Produits de consommation :

- ▶ la hausse du poids de l'immatériel dans le secteur des biens de consommation s'explique par la poursuite de l'internationalisation des acteurs du secteur ;
- ▶ les phénomènes de concentration et de recentrage sur les activités rentables conduisent à une amélioration des marges, donc de la valeur des marques.



Pharmacie :

- ▶ le poids de l'immatériel demeure au dessus des 80% dans le secteur pharmaceutique qui est toujours aussi présent dans le TOP 10 européen (4 acteurs du secteur dans le TOP 5) ;
- ▶ rien d'étonnant dans un secteur où le capital immatériel se compose de portefeuilles de médicaments, de capacité de R&D, de brevets et de licences ;
- ▶ Bayer, avec une augmentation de ses actifs incorporels de 21 points, tire le secteur vers le haut grâce à l'acquisition récente de Schering.



-3% - Technologie/Electrique/Electronique :

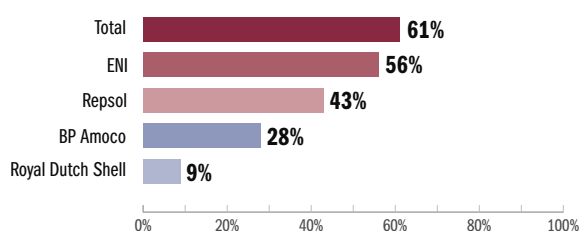
- ▶ l'un des 2 secteurs en baisse,
- ▶ même marginale, cette baisse peut s'expliquer par une concurrence toujours plus intense de nouveaux acteurs en provenance de pays émergents (Chine principalement, Inde à un degré moindre).

Focus sectoriels

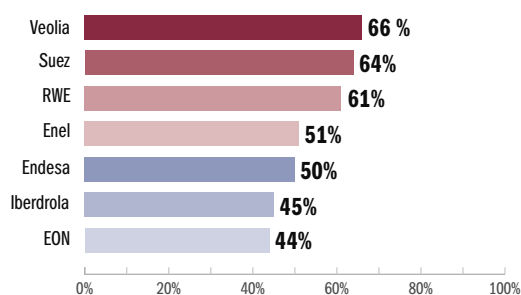
Part de l'immatériel dans la valeur des entreprises par secteur

▶▶ ACTIVITÉS ÉNERGÉTIQUES

Pétrole & Gaz

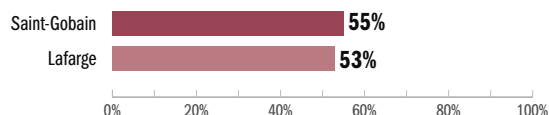


Energie & Utilities

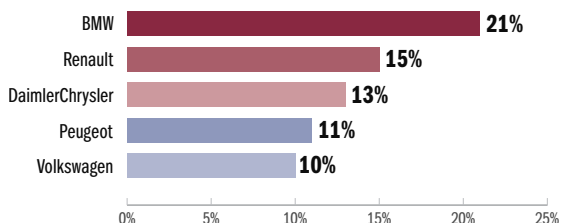


▶▶ INDUSTRIE

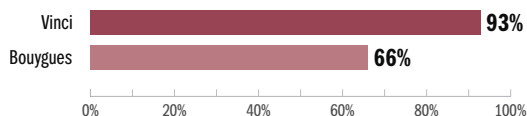
Matériaux de construction



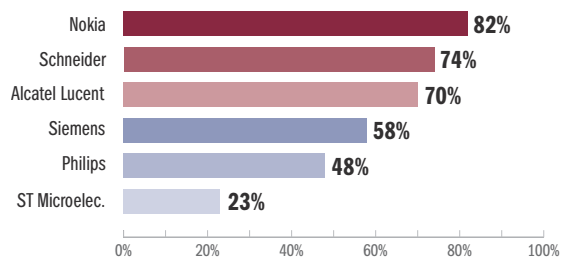
Automobile



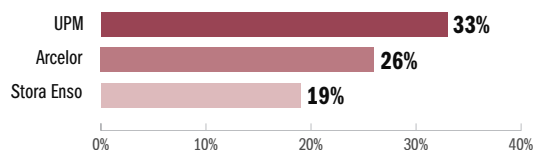
BTP & Construction



Technologie/Électronique/Électrique

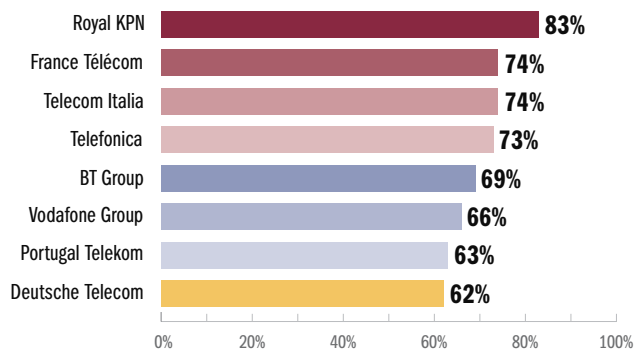


Produits industriels

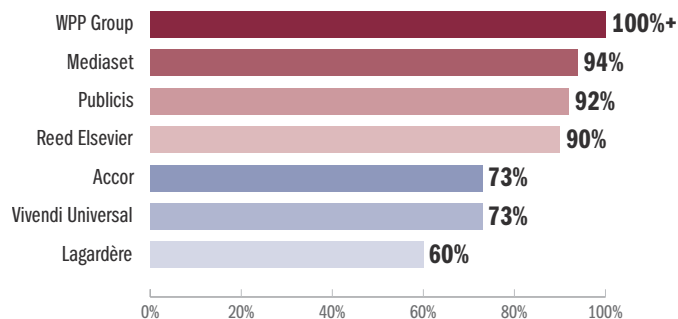


▶ TÉLÉCOMMUNICATIONS, MÉDIAS ET LOISIRS

Télécommunications

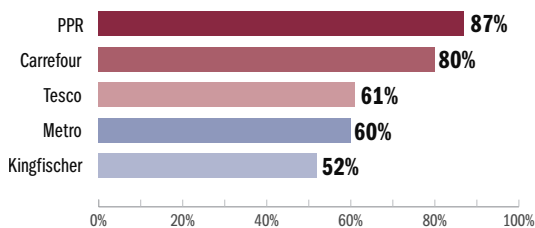


Media & Loisirs

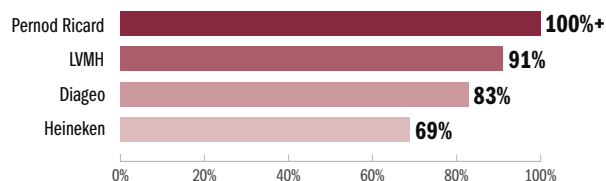


▶ DISTRIBUTION ET GRANDE CONSOMMATION

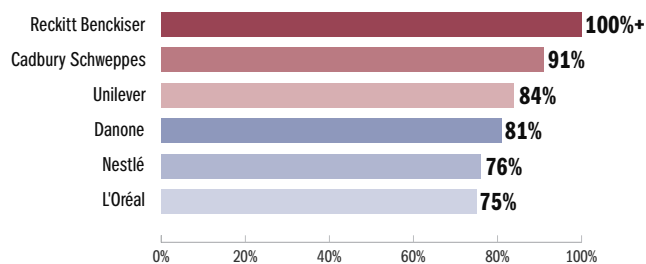
Distribution



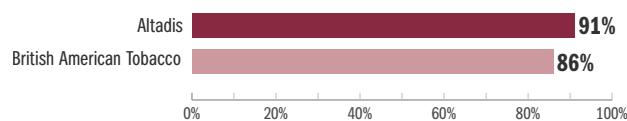
Luxe & Spiritueux



Produits de consommation

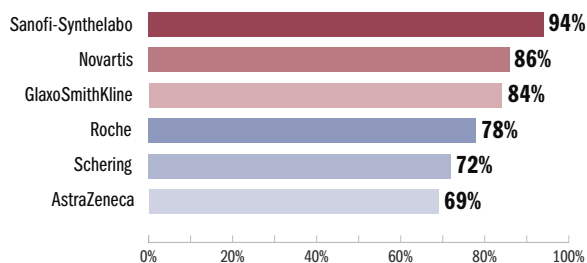


Tabac

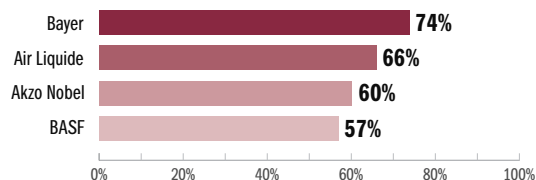


►► CHIMIE ET ACTIVITÉS PHARMACEUTIQUES

Pharmacie

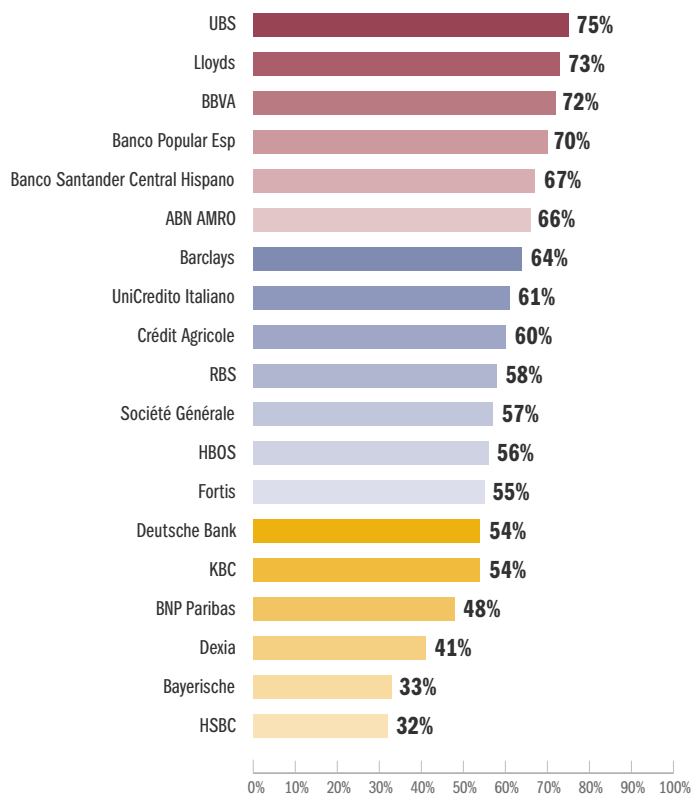


Chimie

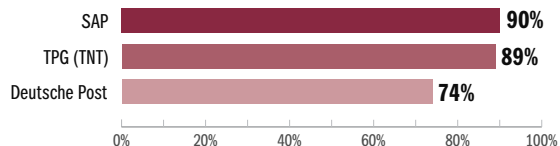


►► SERVICES

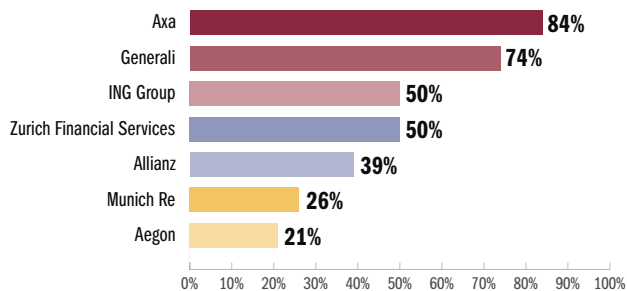
Banques



Services aux entreprises/Autres



Assurances



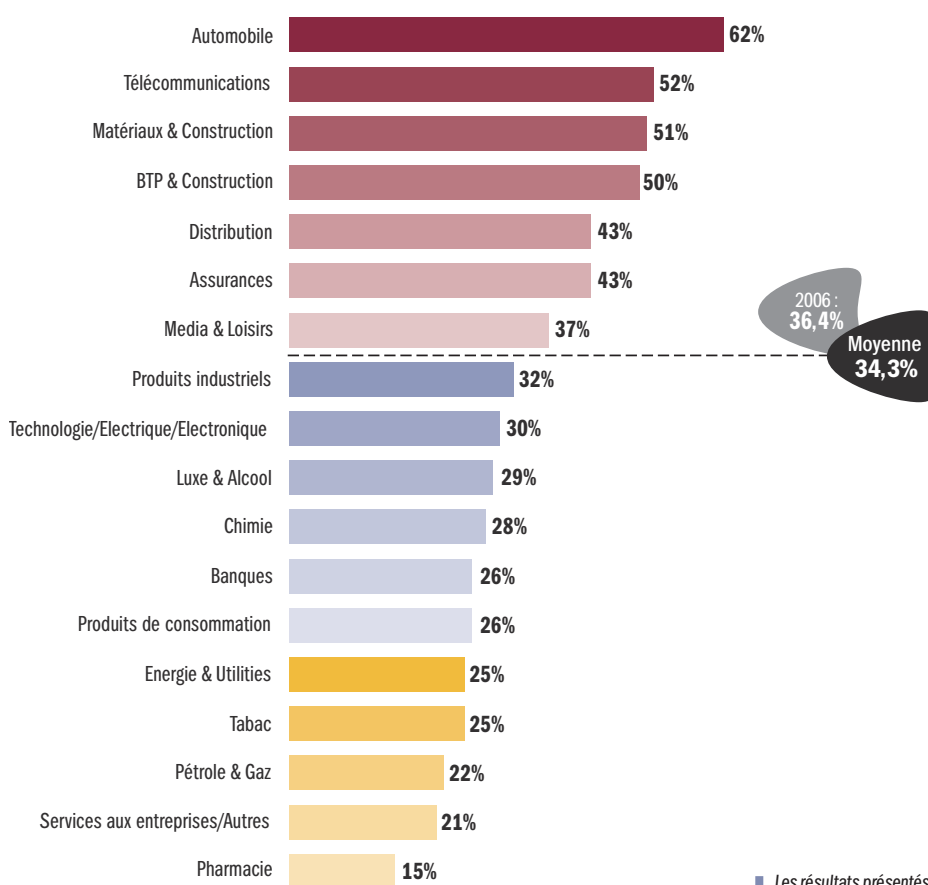
Actifs immatériels comptabilisés au bilan

Par rapport à l'an dernier, nous observons un léger recul de la part des actifs incorporels reconnus au bilan.

Ceci est principalement lié au fait que la valeur absolue du capital immatériel a augmenté sur la période alors que sa valeur comptable a eu tendance à se stabiliser voire à diminuer légèrement sous l'effet des dépréciations d'actifs.

D'une façon générale, on constate aujourd'hui qu'environ 1/3 de la valeur du capital immatériel est reconnu au bilan des sociétés étudiées.

Part d'actifs immatériels comptabilisés au bilan



Les résultats présentés sur ce graphique sont les moyennes des moyennes de la part des actifs immatériels dans les entreprises retenues.

Pour plus d'informations :

Transaction Advisory Services

Tél. : 01 55 61 07 07

E-mail : transactions@fr.ey.com

ERNST & YOUNG

www.ey.com/fr/transactions

Cette étude a été réalisée sous la direction d'Alexis Karklins-Marchay avec la collaboration de Virginie Auvergnas, Chloé Jeanjean et du Studio Graphique et Visuel.

© 2008 Ernst & Young.

Tous droits réservés

Ernst & Young est une marque déposée.

0708SG979 - Janvier 2008