

Comment valoriser son capital ? La question se pose pour les courtiers en assurance qui veulent se lancer dans une vente ou confier leur mandat à une banque d'affaires. Les fonds sont suffisamment variés et séduisants pour qu'ils y songent.

COURTAGE D'ASSURANCE

Pratique actuelle de valorisation



DAVID SALABI,
associé fondateur
de Cambon Partners

Beaucoup de courtiers d'assurance s'interrogent aujourd'hui sur l'évolution de leur capital. Les motivations sont multiples, parmi lesquelles : transmettre pour départ en retraite, mutualiser les investissements relatifs à Solvabilité II, sécuriser et rendre liquide une partie des titres de sa société, profiter des conditions actuelles de marché et d'une fiscalité relativement clémente.

Ces interrogations sont d'autant plus fréquentes que les entrepreneurs du courtage constatent une accélération du nombre de transactions. Il ne se passe pas un mois sans qu'un courtier ne se mette sur le marché. En plus des acquéreurs traditionnels (gros groupes de courtage ou assureurs), les fonds d'investissements dits de LBO (ou de *private equity*) ont été particulièrement actifs ces derniers mois, eux-mêmes soutenus par un afflux de capitaux.

Ces fonds séduisent par la variété de ce qu'ils peuvent proposer : cession d'une part minoritaire du capital, cession totale avec réinvestissement modéré, montée au capital de certains hommes clés à l'occasion de la transaction, etc. Les valorisations constatées sont compétitives, ce qui incite les entrepreneurs à les consulter, en plus des pistes traditionnelles. On parle alors de *dual track*, processus de consultation parallèle des acquéreurs et des fonds.

La période est donc motivante pour les entrepreneurs du courtage. Mais avant de se lancer dans un processus de vente (totale ou partielle) et de confier, pour ce faire, un mandat à une banque d'affaires, l'entrepreneur se pose légitimement la question du prix. Combien vaut mon cabinet ou mon groupe de courtage d'assurance ? Quelle est la zone de faisabilité au regard des conditions actuelles de marché ? Il s'agit *a minima* de déterminer un cadre, une fourchette de valeur théorique, un langage commun avec les acquéreurs ou investisseurs. La banque d'affaires aura ensuite pour fonction de l'optimiser par l'effet de la mise en concurrence entre acquéreurs ou investisseurs. Pendant longtemps, le critère principal de valorisation d'une société de courtage était le chiffre d'affaires. On disait : « *Mon cabinet vaut 2 fois ou 3 fois les commissions.* » On resserrait la fourchette selon le profil et le positionnement puis on laissait place à la négociation : l'acheteur tirait vers le bas et le vendeur vers le haut. Certaines sociétés exceptionnelles pouvaient prétendre à dépasser le haut. Aujourd'hui, on constate que le critère le plus communément admis est l'EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*), l'Excédent Brut d'Exploitation ou EBE en français. Nous sommes donc passés d'un critère de volume à un critère de résultat, ce qui est finalement assez logique : une société ne vaut que par sa capacité bénéficiaire. L'EBITDA est, en outre, l'agrégat de résultat le plus comparable d'une société à une autre puisqu'il neutralise les différences de méthodes liées aux durées d'amortissement et à l'éventuel étalement des charges de R&D. Mais quel multiple appliquer à l'EBITDA ?

Le multiple moyen actuellement constaté sur le marché est autour de 11 fois. Il est conforté par la valorisation des sociétés cotées du secteur. Sur la base d'un échantillon représentatif, le multiple bour-

Nous sommes passés d'un critère de **volume** à un critère de **résultat**, ce qui est finalement assez logique : une société ne vaut que par sa capacité **bénéficiaire**.

sier moyen est même dans un cycle haussier, comme le montre la courbe historique page 38.

Cette évolution positive du marché est liée à celle des marchés financiers en général, bonifiée des qualités intrinsèques du courtage d'assurance :

- récurrence des revenus ;
- rentabilité significative ;
- croissance constatée supérieure au PIB ;
- structure vertueuse de bilan avec un BFR structurellement négatif ;
- prime spéculative liée à une consolidation permanente sur le marché.

Mais ce multiple moyen doit être personnalisé à chaque cas en fonction du profil propre à chaque société. Plusieurs facteurs qualitatifs et quantitatifs influencent, en effet, le multiple et expliquent que la fourchette constatée en pratique soit finalement assez large, comprise entre 8 et 15 fois l'EBITDA. C'est un mix d'éléments positifs et négatifs définis selon deux axes qui influencent ce multiple : le profil de croissance, d'une part ; le profil de risque, d'autre part.

LE PROFIL DE CROISSANCE

La croissance future anticipée a une influence significative sur le multiple. Une société qui a un profil de croissance (supérieure à >>

DERNIÈRES TRANSACTIONS SIGNIFICATIVES SUR DES COURTIERS D'ASSURANCE FRANÇAIS

Le Private Equity dynamise le marché

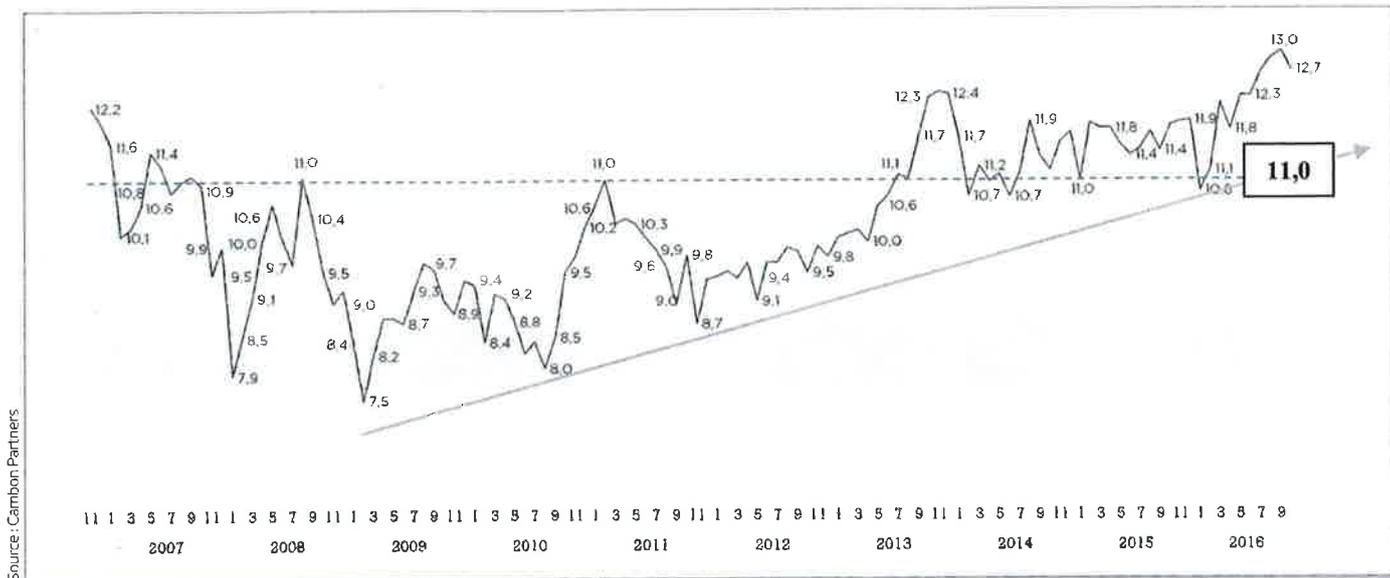
Date	Cible	Acquéreur / Investisseur
Septembre 2016	AssurCopro	Eurazeo PME
Juillet 2016	Cap Marine	Siaci Saint Honoré
Juin 2016	SFS Europe	CBL Corporation
Mars 2016	ICA	April
Février 2016	SFAM	Edmond de Rothschild Investment Partners
Novembre 2015	Téméris	Gras Savoye
Octobre 2015	Linxea	NextStage
Septembre 2015	Immassur	Axelliance
Septembre 2015	Groupe Santiane	BlackFin Capital Partners
Juin 2015	Eurodommages	Cobalt Capital
Juin 2015	Luceux	BlackFin Capital Partners
Mars 2015	Squadra & Axiome	Axelliance
Février 2015	Siaci Saint Honoré	Ardian
Octobre 2014	CWI Group	Assurant Solutions Inc.
Septembre 2014	Ciprés	TA Associates
Septembre 2014	Assurance & Conseil	Verspielen
Juin 2014	AssurOne Group	AnaCap Financial Partners
Avril 2014	Finaxy Group	Equistone Partners
Mars 2014	Autofirst	Assu2000
Septembre 2013	Groupe Santiane	Sagard
Juin 2013	Sofaxis	Groupement de mutuelles
Février 2013	Groupe Eyssautier SA	Omnes Capital
Février 2013	de Clarens	Verlingue
Janvier 2013	CWI Group	Pechel industries partenaires

Les années 2015 et 2016 sont éloquentes : Eurazeo PME, Edmond de Rothschild Investment Partners, NextStage, Cobalt, Ardian et BlackFin Capital Partners ont respectivement réalisé les opérations AssurCopro, SFAM, Linxea, Eurodommages, Siaci, Santiane et Luceux. Et sur les autres transactions significatives comme Squadra/Axiome ou SFS, les fonds avaient également remis des offres. Le *private equity* est présent à tous les stades, de la PME de croissance au grand groupe de courtage, et dynamise fortement le marché. (LBO en bleu)

Source : Cambion Partners

ÉVOLUTION DU RATIO VALEUR D'ENTREPRISE / EBITDA

Des multiples boursiers en hausse



Après un cycle de cinq ans (2008-2012) où ils étaient sous la barre des 11 fois, les multiples boursiers se sont progressivement installés au-dessus à partir de 2013.

» 15 % par an) justifiera un multiple supérieur à une société arrivée à maturité (croissance inférieure à 5 %). La corrélation est démontrée. Le parcours passé et le sérieux avec lequel la société a toujours respecté ses prévisions influenceront évidemment les anticipations futures. La faculté de pouvoir réaliser des croissances externes a également un impact. Plus elle en réalisera, plus la société améliorera sa taille critique, ses effets d'échelle et donc sa rentabilité future. Le multiple immédiat tiendra compte de ce facteur spéculatif. L'effet de levier relatif au financement en dette des acquisitions est également positif sur le multiple.

LE PROFIL DE RISQUE

Une société qui profite d'un haut niveau de récurrence, donc d'une prédictibilité élevée de ses résultats, présentera moins de risque et ne subira donc pas de décote par rapport à la moyenne du marché. L'acquéreur regardera la *business model*, la qualité de ses partenariats, le risque réglementaire, les menaces concurrentielles, la dépendance de la société à ses dirigeants (surtout s'ils partent post-cession) et les barrières à l'entrée.

Si l'EBITDA sur lequel le multiple s'applique n'est pas jugé robuste, l'acquéreur le reflétera dans le multiple. La taille a également une



Une société qui profite d'un haut niveau de récurrence donc d'une prédictibilité élevée de ses résultats présentera moins de risque et ne subira donc pas de décote par rapport à la moyenne du marché.

influence. Plus la société est structurée, moins le risque qu'elle ne dépende que d'une ou deux personnes clés existe.

Enfin, l'effet de levier qu'utilisent les acquéreurs ou investisseurs pour financer les acquisitions a un impact sur la valorisation. Plus le niveau de dette est important, plus un acquéreur sera enclin à payer un prix élevé. Mais ce niveau de levier dépend lui-même du risque perçu sur la société.

Au final, la croissance couplée à un risque faible permettra donc de se situer au-delà de la moyenne de 11 fois selon un degré qui n'est évidemment pas scientifique, mais qui dépend justement de la confrontation de l'offre et de la demande. Le prix final sera, en effet, obtenu à l'issue d'un processus compétitif où plusieurs offres auront été mises en balance. C'est le rôle de la banque d'affaires : passer de la valeur au prix ! ■

