

Le capital immatériel, première richesse de l'entreprise

* 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 1^{er} janvier 2006 (correspondant à la moyenne des capitalisations boursières de décembre 2005 et janvier 2006) 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 2006 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 98 entreprises européennes cotées, appartenant à des secteurs variés : 78 proviennent de l'indice FTSEurofirst 80 composé exclusivement de groupes de la zone Euro ; les 20 autres sont de grands groupes britanniques 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 2006. Par cohérence, les rapports annuels et documents de référence correspondent aux publications faites en 2006 par chaque entreprise après la clôture de l'exercice 2005. Précisons que tous les événements survenus au cours de l'exercice 2006 ont nécessairement modifié les données et les observations présentées dans cette étude. Rappelons également que cette étude a vocation à être actualisée dès la publication en 2007 des rapports annuels et documents de référence au titre de l'exercice 2006.

édito

Pour la première fois, Ernst & Young publie une étude sur l'immatériel.

L'immatériel¹ est au cœur de la stratégie des entreprises qui créent de la valeur : résultat le plus frappant de notre étude, 60% de la valeur des principales entreprises européennes s'explique par leur capital immatériel.

Comment s'en étonner ? Dans un environnement économique mondialisé, ultraconcurrentiel et hyperconnecté, que certains n'hésitent pas à qualifier de "monde plat"², seule la différenciation permet de garder un avantage compétitif, parfois même de survivre.

Deux autres facteurs viennent amplifier ce phénomène. Tout d'abord, les directions doivent mieux décrire leurs stratégies et leurs perspectives de développement. Ensuite, l'évolution de l'environnement comptable et notamment l'adoption des nouvelles normes internationales (IFRS) ont entériné la comptabilisation des actifs incorporels dans le cadre des opérations de croissance externe.

La sphère publique s'intéresse d'ailleurs à ce sujet : pour preuve, la parution récente du rapport préparé par la Commission sur l'Economie de l'Immatériel – conduite par Maurice Lévy et Jean-Pierre Jouyet à la demande du ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

Au-delà des travaux déjà réalisés sur la valeur des marques, cette étude innove en mesurant l'importance du capital immatériel dans la valeur totale des entreprises : comment les marchés financiers prennent-ils en compte cette valeur ? Tous les secteurs sont-ils concernés ?

Ces questions sont au centre de la présente étude, réalisée par le groupe Transaction Advisory Services d'Ernst & Young, parallèlement au lancement de l'Observatoire de l'Immatériel.

Bonne lecture à tous !



Alexis Karklins-Marchay

Associé Transaction Advisory Services

1. Nous avons utilisé indistinctement les termes d'"immatériel" ou de "capital immatériel" et retenu une définition élargie : l'immatériel se compose des actifs incorporels proprement dits des entreprises (marques, technologies, relations clientèle, contrats, licences, capital humain...), des éventuelles synergies liées à des opérations d'acquisition réalisées par les entreprises et des perspectives de développement telles qu'anticipées par le marché.

2. *La Terre est Plate*, Thomas Friedman, Saint-Simon, 2006.



sommaire

EDITO	1
CE QU'IL FAUT RETENIR	2
IMMATÉRIEL OU CORPOREL ?	4
ACTIFS IMMATÉRIELS COMPTABILISÉS AU BILAN	5
FOCUS SECTORIELS	
Chimie et activités pharmaceutiques	6
Activités énergétiques	7
Industrie	8
Télécommunications, médias et loisirs	10
Distribution et grande consommation	11
Services aux entreprises	12
Services financiers	13

Ce qu'il faut retenir

- >> Sur un échantillon de **98 entreprises européennes** cotées de premier plan, l'immatériel représente en moyenne **60% de leur valeur**.
- >> Avec plus de **3 000 milliards d'euros** au 1^{er} janvier 2006, la valeur cumulée du capital immatériel de ces entreprises est nettement supérieure au PIB de la France ou même à celui de l'Allemagne.
- >> **Pour 70 entreprises**, la part de l'immatériel représente en moyenne **plus de 50% de leur valeur** et dans près de **75% des cas** (hors banques et assurances), le capital immatériel est le principal actif de l'entreprise.
- >> Dans seulement douze cas (exclusivement des entreprises industrielles), les actifs corporels représentent la principale catégorie d'actifs.
- >> En moyenne, seulement **36% de la valeur de l'immatériel** est présentée au bilan (actifs incorporels et goodwill).
- >> Les cinq secteurs dans lesquels le capital immatériel représente la plus grande part sont : la pharmacie, le tabac, le luxe, les médias/loisirs et les services aux entreprises.
- >> Les marques ne constituent pas toujours la principale source de valeur. Dans certains cas, la technologie et les brevets, les concessions ou les relations clients ont une plus grande importance.

60%

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 ou de l'Allemagne

Seulement

36%

du capital immatériel est inscrit au bilan

TOP 10 DES VALEURS IMMATÉRIELLES

(en Mds d'euros au 1^{er} janvier 2006)

En Europe	
Novartis	143
GlaxoSmithKline	120
Sanofi-Aventis	118
Roche	98
Total	98
Nestlé	89
Vodafone	88
France Télécom	81
UBS	71
Telecom Italia	70

En France	
Sanofi-Aventis	118
Total	98
France Télécom	81
Axa	53
LVMH	41
Suez	34
L'Oréal	30
Carrefour	30
Vivendi Universal	29
Société Générale	27

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 98 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.

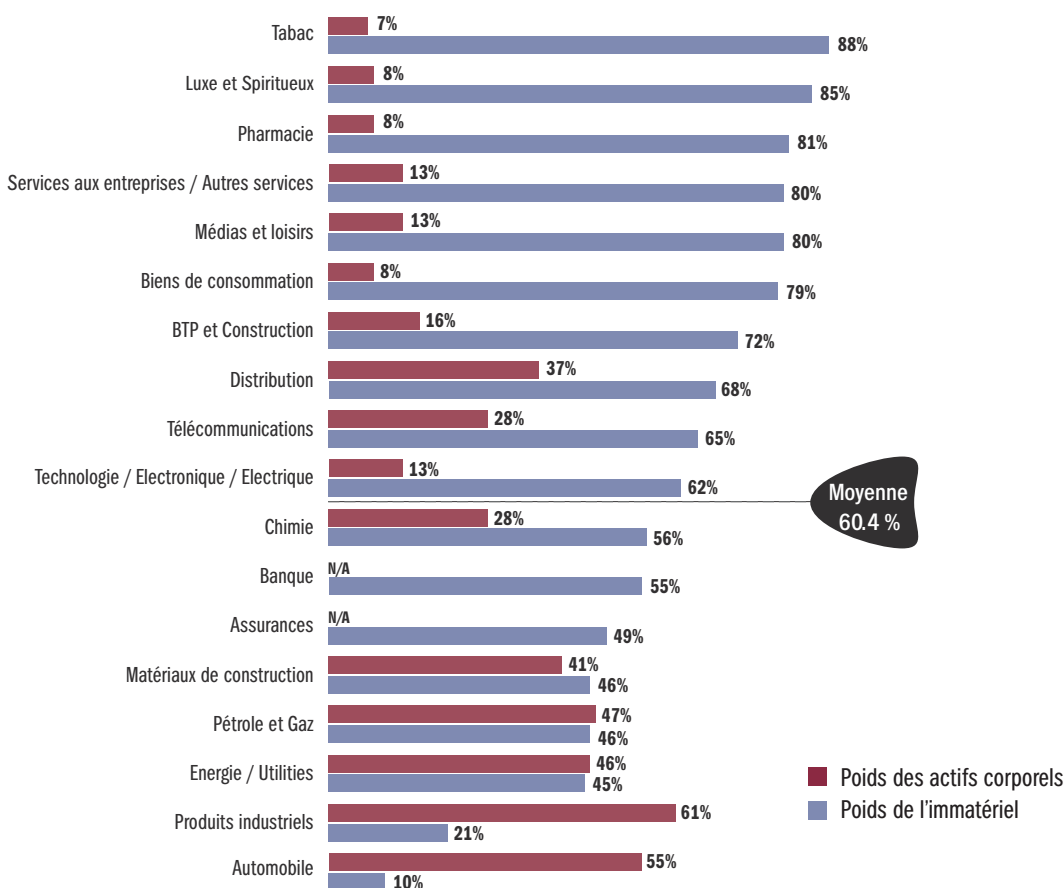
Immatériel ou corporel ?

Les actifs immatériels, une composante essentielle de la valeur des entreprises

Dans sept des dix-huit secteurs étudiés, la valeur de l'immatériel est supérieure à 70% de la valeur des entreprises. Au total, douze secteurs présentent une part d'immatériel supérieure à la moyenne (60,4%).

Tous les secteurs sont concernés, même si la nature des actifs immatériels varie et si les caractéristiques du marché, à la date de la mesure de valeur, contribuent également à en définir le niveau.

Poids de l'immatériel vs/ poids des actifs corporels



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

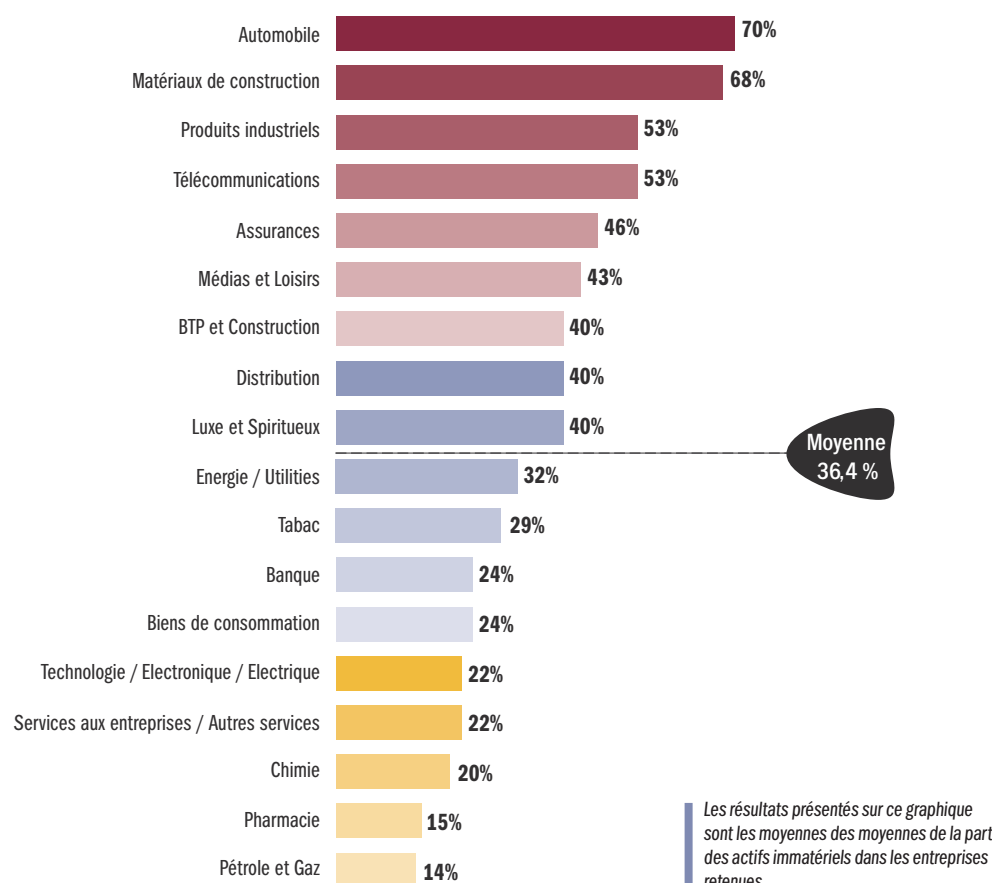
Actifs immatériels comptabilisés au bilan

Les bilans ne rendent compte que très partiellement de la valeur de l'immatériel

Malgré l'évolution de l'environnement comptable qui encourage la reconnaissance des actifs incorporels, essentiellement dans le cadre d'acquisitions ou de regroupements d'entreprises, seuls quatre secteurs reconnaissent plus de la moitié de la valeur de l'immatériel au bilan. Cela s'explique soit pour des questions de reconnaissance de frais de développement (par exemple pour le secteur automobile), soit en raison d'une politique active en matière de croissance externe (comme dans les télécoms ou dans le secteur des matériaux de construction).

Toutefois, au-delà des aspects liés à l'adoption récente des normes IFRS, une gestion active de l'immatériel répond à de nombreux autres enjeux et dépasse donc la seule question de l'information comptable.

Part d'actifs immatériels comptabilisés au bilan



Chimie et activités pharmaceutiques

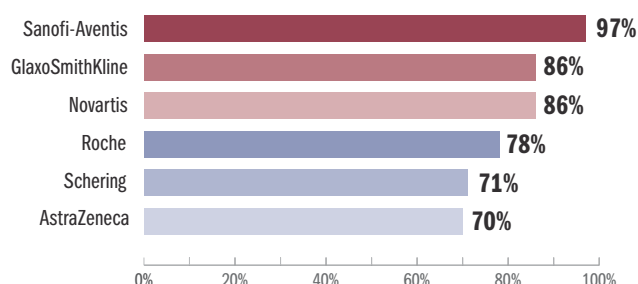
Les entreprises pharmaceutiques à la pointe de l'immatériel

Le secteur pharmaceutique est celui pour lequel la part de l'immatériel est la plus importante. Quatre groupes pharmaceutiques sont ainsi en tête du top 10 européen des valeurs immatérielles. Le capital immatériel de ces entreprises consiste essentiellement dans leur portefeuille de médicaments, dans l'*in process** R&D, et parfois dans quelques marques (notamment les médicaments grand public sans ordonnance).

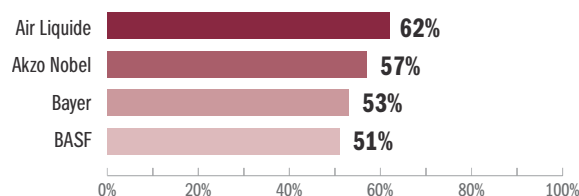
Dans le secteur de la chimie, la part d'actifs immatériels est plus réduite mais reste supérieure à 50%. Les principaux actifs immatériels sont les technologies et brevets, les contrats clients et quelques marques.

* en cours.

Part de l'immatériel dans le secteur Pharmacie



Part de l'immatériel dans le secteur Chimie



Activités énergétiques

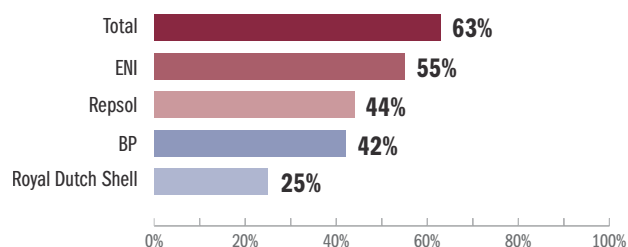
Energie : un secteur complexe et de plus en plus concurrentiel où l'immatériel est appelé à grandir

De manière générale, l'immatériel représente entre un et deux tiers de la valeur totale des entreprises impliquées dans la production et la distribution d'énergie.

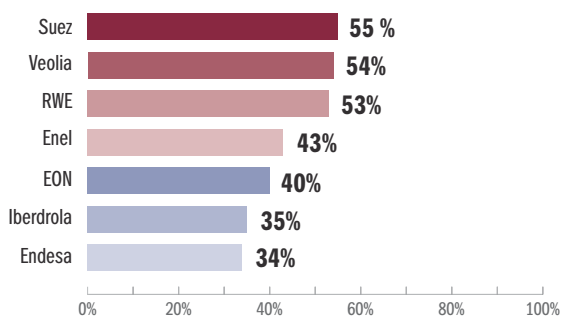
Selon les entreprises, la nature du capital immatériel varie mais on retrouve généralement le réseau de distribution, les concessions, les contrats clients et quelques marques.

Dans les années à venir, et compte tenu de l'actualité du secteur, les actifs immatériels tels que le service client, les mises aux normes, les contrats d'approvisionnement ou les process qualité seront probablement des facteurs cruciaux de compétitivité.

Part de l'immatériel dans le secteur **Pétrole et Gaz**



Part de l'immatériel dans le secteur **Energie / Utilities**



Industrie

Industrie et Construction : quand le matériel compose avec l'immatériel

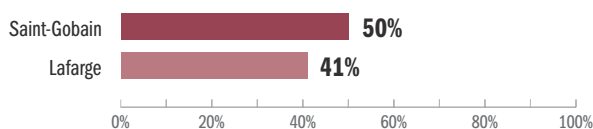
Le BTP est un métier d'hommes et de service et ne peut être considéré comme une activité très capitalistique.

L'importance de l'immatériel dans les valorisations boursières reflète la conjoncture favorable du secteur à ce jour.

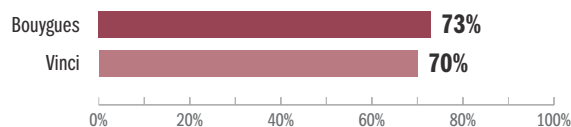
Deux des entreprises étudiées (BTP et Construction) ont une valeur marché constituée à plus de 70% d'immatériel : cela suggère une très forte activité de services et une valorisation principalement fondée sur les perspectives de croissance, les contrats d'exploitation et les carnets de commande, le savoir-faire technique et l'expertise.

Pour les deux autres (Matériaux de construction), la part d'immatériel est plus réduite mais reste supérieure à 40% : cette différence s'explique en partie par le fait que ces sociétés détiennent des usines et ont une large activité de production.

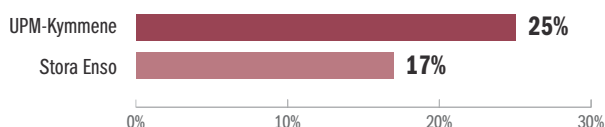
Part de l'immatériel dans le secteur Matériaux de construction



Part de l'immatériel dans le secteur BTP et Construction



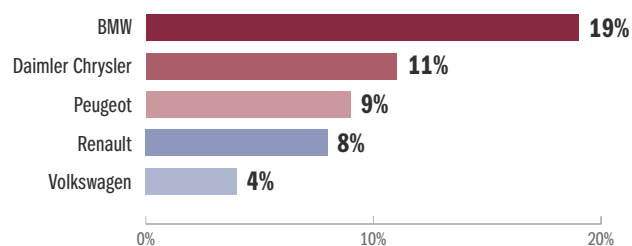
Part de l'immatériel dans le secteur Produits industriels



Le paradoxe automobile : le marché contre l'immatériel ?

Le faible niveau d'immatériel dans le secteur automobile est a priori surprenant dans une industrie où la marque joue un rôle important aux yeux des consommateurs. Ce résultat s'explique selon nous par les faibles valorisations de marché de constructeurs confrontés à des perspectives jugées médiocres par les actionnaires et analystes. Dans ce contexte, on remarquera que BMW est une des entreprises qui présente à la fois la meilleure rentabilité et la plus grande part d'immatériel.

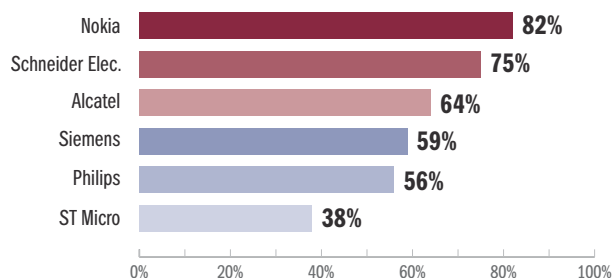
Part de l'immatériel dans le secteur Automobile



L'immatériel : un nouveau composant ?

Dans le secteur Technologie/Electronique/Electrique, cinq entreprises sur les six étudiées reconnaissent une valeur immatérielle supérieure à 50% : capital technologique (brevets), relations clientèle et marques sont en effet un facteur essentiel pour leur développement.

Part de l'immatériel dans le secteur Technologie / Electronique / Electrique



Télécommunications, médias et loisirs

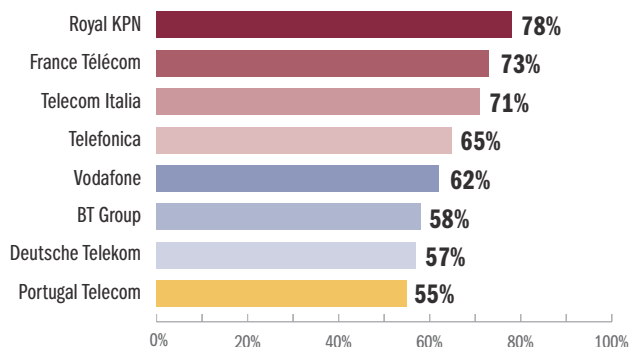
L'immatériel ou la conquête des clients

Dans le secteur des télécoms comme dans celui des médias et des loisirs, plus de la moitié de la valeur des entreprises s'explique par l'immatériel.

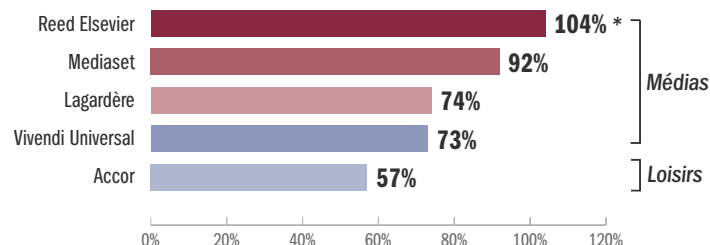
Dans les télécoms, les actifs concernés sont notamment les marques, les bases d'abonnés et les licences.

Dans les médias, les principaux actifs immatériels sont les marques, les catalogues et les droits de diffusion, qui représentent des atouts majeurs dans cette industrie grand public.

Part de l'immatériel dans le secteur Télécommunications



Part de l'immatériel dans le secteur Médias et Loisirs



(*) Ce chiffre peut s'expliquer par le fait que l'actif économique de Reed est négatif, hors actifs incorporels inscrits et goodwill.

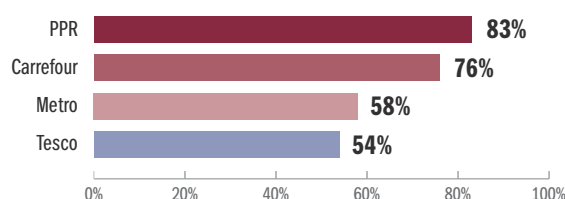
Distribution et grande consommation

Commerce et distribution : le pouvoir de la marque, mais pas seulement...

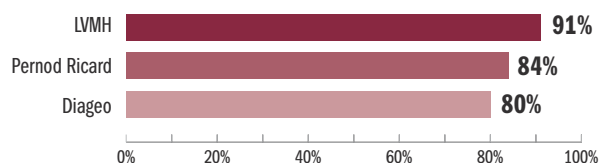
Maillage géographique, parts de marché, portefeuille de marques et valeur des enseignes sont les principaux facteurs qui expliquent le fort taux d'immatériel constaté dans le secteur de la distribution.

Les secteurs "Biens de consommation" et "Luxe et Spiritueux" font preuve d'une forte homogénéité, sans surprise pour des entreprises tournées vers le client, en quête permanente de différenciation.

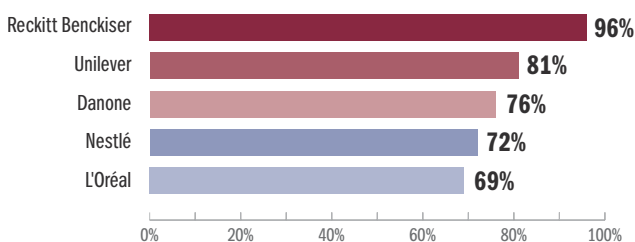
Part de l'immatériel dans le secteur Distribution



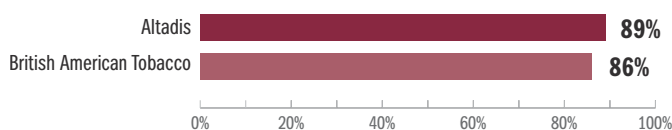
Part de l'immatériel dans le secteur Luxe et Spiritueux



Part de l'immatériel dans le secteur Biens de consommation



Part de l'immatériel dans le secteur Tabac



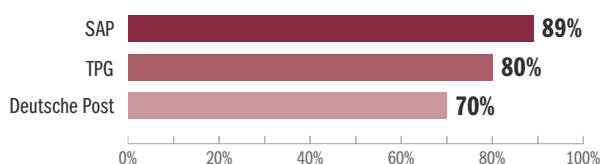
Services aux entreprises

Assurances : la disparité pour règle

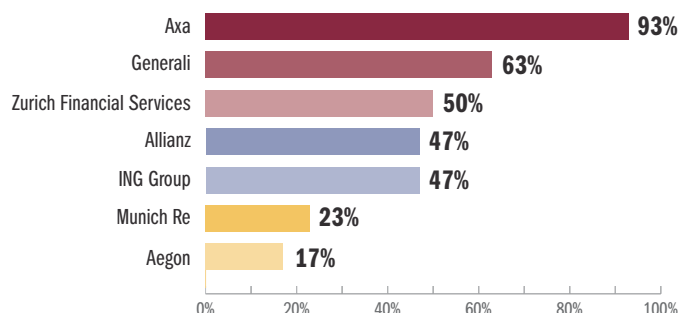
Le secteur des assurances est sans doute celui qui montre le plus d'hétérogénéité. Cela s'explique en partie par une grande diversité des *business models*.

De tous les secteurs étudiés, la part élevée d'actifs immatériels constatée dans les services aux entreprises est la plus prévisible. En dépit de leurs différences de métiers, les trois entreprises présentées ont une valeur de l'immatériel presque similaire et assez élevée qui s'explique par une exposition client très forte et repose, par définition, sur la vente de prestations.

Part de l'immatériel dans le secteur Services aux entreprises / Autres services



Part de l'immatériel dans le secteur **Assurances**



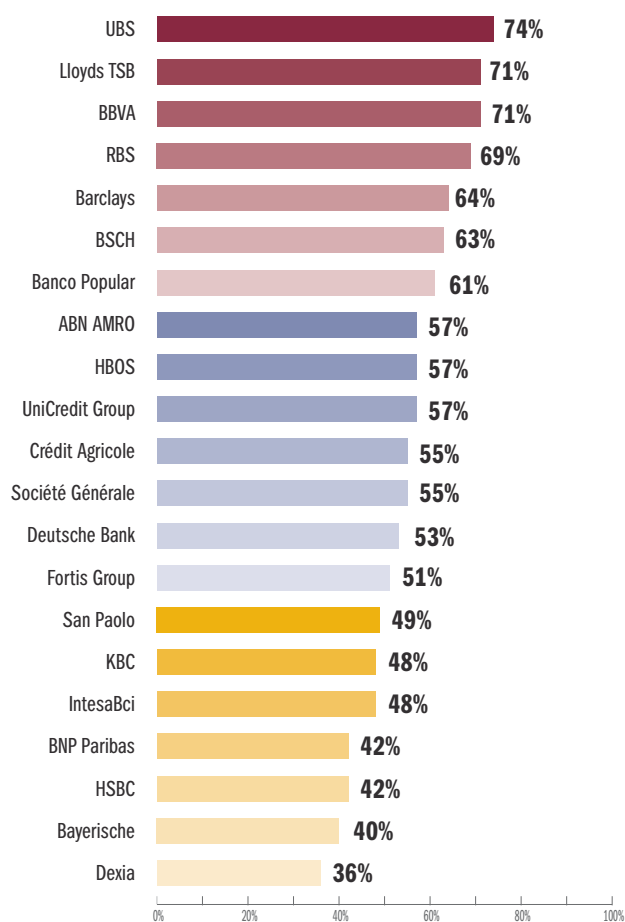
Services financiers

Services financiers et bancaires : les multiples facettes de l'immatériel

De manière générale, la part de l'immatériel représente plus d'un tiers de la valeur totale des établissements financiers.

Plus des deux tiers des entreprises ont une part d'immatériel supérieure à 50% de leur valeur totale. Ces chiffres reposent principalement sur le réseau de distribution et les agences, le savoir-faire en termes de conception de produits, la capacité à innover, les perspectives de croissance et de rentabilité, les bases clients et les marques.

Part de l'immatériel dans le secteur Banque



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 :
Agnès Caradec, Paul Gerber, Marie-Amélie Gueury, Chloé Jeanjean, Anne Lohéac, Rudolphe Pennec,
Nathan Zelany et du Studio Graphique et Visuel.

© 2007 Ernst & Young.

Tous droits réservés

Ernst & Young est une marque déposée.

0610SG208 - mars 2007