



INTERVIEW

« La présence d'un grand nombre d'acheteurs potentiels a mécaniquement tiré la valeur du club vers le haut »

HUBERT TUILLIER ET ARMAND SAILLOUR
ALVAREZ & MARSAL

Que représente la valorisation financière d'un club professionnel?

Quand on parle de la valorisation d'entreprise d'un club professionnel, cela peut désigner soit la valeur d'entreprise soit la valeur des titres de la société gérant le club.

La valeur d'entreprise correspond à la somme de la valeur de l'ensemble des actifs économiques de cette société. La valeur des titres désigne le prix qu'un acquéreur devrait payer pour racheter l'ensemble des actions de la société.

Pour définir la valeur d'entreprise d'un club, le premier enjeu est donc de définir la liste de ses actifs : nous considérons généralement qu'il s'agit de ses joueurs, ses actifs immobiliers, sa marque, son centre de formation (et par extension sa capacité à former et vendre des joueurs).

Plus opérationnellement, l'enjeu de l'évaluateur est de définir la valeur des titres de la cible, principalement dans le cadre d'une transaction. Pour ce faire, une fois la valeur d'entreprise déterminée, il devra déterminer la dette nette de la cible, c'est-à-dire le

montant des dettes financières d'une entreprise, diminué de l'ensemble de son cash ou ce qu'on appelle souvent quasi-cash comme des créances sur des ventes de joueurs déjà réalisées.

La définition de la dette nette apparaît comme l'élément qui est le plus à même de faire échouer certains deals.

Les fonds d'investissement développent des modèles qui permettent de calculer avec précision le modèle économique des clubs ainsi que la dette nette qu'ils devront porter en cas de rachat. Ils ont ainsi une idée précise de l'offre à réaliser en vue de l'acquisition.

Comment intervenez-vous sur les deals?

Nous sommes en contact régulier avec de multiples investisseurs nationaux et internationaux qui souhaitent investir dans des clubs professionnels. Nous pouvons aussi bien travailler pour les propriétaires d'un club qui souhaitent céder majoritairement ou minoritairement leurs parts que pour des investisseurs qui cherchent à acquérir un club.

Sur l'évaluation des clubs, ce sont plutôt les propriétaires de clubs qui prennent contact avec nous dans l'optique d'une cession ou d'une augmentation de capital. Nous sommes ainsi récemment intervenus sur la cession de Valenciennes, Saint-Étienne ou encore Rouen, pour ce qui est du football professionnel, mais nous avons aussi travaillé pour des clubs professionnels de handball, de basketball et de rugby.

Valoriser un club professionnel, comment cela se passe-t-il techniquement? Quels sont les outils déployés?

Nous optons majoritairement pour l'application d'un multiple de marché sur le chiffre d'affaires hors ventes de joueurs afin de valoriser les structures. Dans des industries plus traditionnelles et profitables, ce sont plus souvent les multiples d'EBITDA qui sont utilisés car ils montrent la performance financière des entreprises mais, dans le cadre du football, les multiples de chiffre d'affaires sont plus cohérents. Évidemment, le multiple en question dépend beau- ●●●



© bloomua

●●● coup du profil du club. Un club stable avec des revenus élevés et subissant peu de risque de relégation se valorisera à un multiple plus élevé qu'un club qui se bat pour le maintien saison après saison. Concrètement, il y a trois principales catégories de club :

- les clubs qui risquent la relégation, auxquels on applique un multiple de chiffre d'affaires qui oscille autour de 1 fois ;
- les clubs bien établis, avec un faible risque de relégation et pouvant jouer les coupes d'Europe, ont un multiple compris entre 1,5 et 3 fois, en fonction de la valeur de leurs actifs immobiliers ;
- le top 15 des clubs européens, par la force de leur marque et le processus très concurrentiel pour les acquérir du fait de la rareté des opportunités, peuvent être valorisés à un multiple supérieur à 5 fois le chiffre d'affaires. Cette segmentation s'explique assez aisément. Le multiple est dépendant d'éléments

du processus de vente.

Dans le cas de la vente de Chelsea par exemple, il est très probable que la présence d'un grand nombre d'acheteurs potentiels a mécaniquement tiré la valeur du club vers le haut.

Est-ce que les méthodologies déployées permettent de couvrir l'ensemble des éléments «valorisateurs» d'un club? Quels sont les éléments encore à parfaire à date?

Dans le domaine du sport professionnel, la valorisation par cette méthodologie dite des « multiples » s'est progressivement imposée parce qu'elle permet de passer outre les difficultés d'application de la méthodologie des *discounted cash flows* (DCF). En appliquant un multiple au chiffre d'affaires, on parvient à des résultats plus satisfaisants qu'en s'appuyant sur des comptes de résultat prévisionnels qui demeurent particulièrement

endogènes comme la capacité à générer des recettes indépendamment des résultats sportifs, la diversification des revenus, la valorisation des joueurs, des actifs immobiliers et de la marque, mais aussi d'éléments plutôt exogènes dont le principal est l'intensité concurrentielle des investisseurs au moment

incertains et qui présentent bien souvent des résultats nets déficitaires. Pour ne prendre que le cas de la France en exemple, le Clermont Foot 63 est quasiment le seul club à présenter un EBITDA positif.

Évidemment, il y a toujours des questions sur les prises en compte de l'ensemble des éléments à valoriser. Dans l'économie du football, le principal questionnement est lié à la prise en compte des valeurs des joueurs. Quand on parle de valeur, on parle ici des valeurs de marché et non des valeurs comptables. C'est particulièrement difficile à aborder et à intégrer dans les modèles puisqu'il y a toujours une incertitude sur la vente effective des joueurs et seule une poignée de clubs ayant une vraie culture du *trading* peut effectivement réduire cette incertitude.

Est-ce que vous avez tenté d'appliquer d'autres méthodologies?

Il existe d'autres méthodologies d'évaluations des clubs comme la méthode Markham ou celle de l'actif net réévalué (ANR).

La méthode des DCF, largement utilisée dans des secteurs plus traditionnels que le sport, consiste à estimer les flux de trésorerie futurs que générera l'entreprise étudiée et à les actualiser selon le coût de financement de l'entreprise. Cette méthode part du constat logique qu'une entreprise vaut la valeur qu'elle créera dans le futur. Cependant, nous constatons que le prix payé par les investisseurs pour les clubs de football est souvent très décorrélé des flux de trésorerie générés. Cela démontre bien que cette méthode est inadaptée.

La méthode Markham est souvent évoquée pour évaluer les clubs de football mais



cette formule mathématique théorique semble peu adaptée au marché français, notamment car les clubs français sont rarement propriétaires de leur stade, et nous ne l'utilisons que pour confirmer nos autres approches.

Enfin, la méthode de l'ANR consiste à évaluer séparément tous les éléments de l'actif du club : les joueurs, l'académie, la marque, les actifs immobiliers.

Aujourd'hui, nous pouvons estimer la valeur d'une académie *via* un DCF sur les flux liés aux ventes de joueurs formés. Il existe plusieurs méthodes bien établies pour déterminer la valeur d'une marque, notamment sur la base des flux futurs qu'elle générera en considérant un taux de redevance. Enfin, les joueurs font régulièrement l'objet d'évaluation par des experts externes ou par le club, les offres reçues restant le meilleur indicateur de leur valeur. L'ANR nécessite un travail long et est davantage adapté à des sujets de refinancement qu'à des deals.

Pourquoi peut-on constater de telles différences entre les valorisations financières publiées par les entités spécialisées (Football Benchmark, Deloitte, Forbes, etc.)?

Chaque entité entend développer sa propre méthodologie de valorisation. La prise en compte des valeurs des joueurs, le poids de certains revenus ou encore l'importance de la propriété du stade sont des critères dont l'importance dans le calcul final varie d'un évaluateur à un autre.

Il demeure néanmoins qu'au-delà des considérations théoriques, c'est le marché qui finit toujours par fixer son prix.

Il y a environ 150 clubs évoluant dans les ligues professionnelles en France. Est-ce qu'on a une idée du nombre de clubs impliqués dans une démarche de valorisation au cours d'une année? Le football est-il le seul concerné ?

En France, le football est la discipline la plus concernée par les mouvements capitalistiques, nécessitant de fait des missions d'évaluation.

Cependant, lorsque l'on s'intéresse à d'autres sports et en raison du faible nombre de transactions comparables en dehors du football et du faible accès aux données, il est nécessaire d'adapter les multiples du football à la discipline concernée. Nous sommes récemment intervenus sur l'évaluation d'un club de rugby professionnel et, pour parvenir à trouver le multiple le plus adapté, nous avons identifié un grand nombre de corrélations entre les données financières du football – secteur pour lequel nous avons le plus de données – et celles du rugby professionnel. Le travail a consisté à appliquer la meilleure décote de multiple pour approcher au mieux la valeur du club en question.

De même, nous sommes intervenus auprès d'un club de basketball français et, pour tenter d'approcher la correcte valeur du multiple, nous avons calculé des multiples moyens de transactions en NBA et en football. Puis, à partir de plusieurs ratios (occupation des infrastructures, prix des places, potentiel de croissance, zone de chalandise, etc.) appliqués aux clubs de football et de NBA, nous avons calculé une décote sur le multiple moyen pour l'adapter au club de basket français à évaluer. Même si les franchises nord-américaines évoluent évidem-

ment dans des sphères très différentes, tout l'enjeu était de construire des éléments de comparaison pouvant nous amener à déterminer le bon multiple.

Les valorisations étant très différentes dans les ligues fermées (voir les ligues nord-américaines), est-ce qu'on y trouve par conséquent des multiples beaucoup plus élevés?

Tout à fait, dans les dernières transactions en NBA, les multiples de chiffre d'affaires observés ont battu des records, dépassant les deux chiffres.

C'est bien évidemment lié au caractère fermé de la ligue qui permet autant d'éliminer le risque de relégation – et donc de diminution des revenus à court terme – que d'accroître certaines recettes. En théorie, il est possible d'appliquer la méthodologie des DCF pour les franchises de ligues fermées comme leurs *cash flows* futurs sont plus souvent prévisibles et positifs.

Est-ce qu'il y a une forte influence du détenteur du club sur la valorisation finale? En d'autres termes, est-ce que les clubs appartenant à un groupe de clubs (multipropriété) ou à un fonds d'investissement présentent des valorisations très différentes?

En effet, dans un groupe de multipropriété de clubs qui fonctionne parfaitement, il s'agit de valoriser les synergies existantes au sein du groupe, créatrice de valeur pour l'actionnaire commun.

Propos recueillis par Florent Bergmann ■