

Stratégies de création de valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance

Howard E. Johnson



Stratégies de création de valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance

Howard E. Johnson

Préface

Les Comptables professionnels agréés du Canada (CPA Canada) et l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement (ACCRI) ont mis sur pied un groupe de travail mixte afin d'examiner le contexte actuel de la finance d'entreprise et de déterminer les facteurs de succès dans la création de valeur pour l'actionnaire au sein d'une économie à faible croissance.

Nous avons étudié ces facteurs en nous penchant sur l'expérience de quatre sociétés prospères et diversifiées : Constellation Software, Birch Hill Equity Partners, GoodLife Fitness Clubs et Cineplex Inc. Nous tenons à les remercier d'avoir participé à ce projet de recherche et de nous avoir fait part de leurs judicieuses stratégies de création de valeur pour l'actionnaire.

Le présent document vise à faire connaître aux organisations, aux spécialistes de la finance d'entreprise et à d'autres conseillers de nouvelles méthodes de création de valeur pour l'actionnaire dans une économie à faible croissance.

Le Groupe de travail sur la finance d'entreprise tient à remercier l'auteur, Howard Johnson, et les permanents de CPA Canada et de l'ACCRI qui ont participé au projet.

Richard Kinlough, IAS.A., CF
Président, Groupe de travail sur la finance d'entreprise

Groupe de travail sur la finance d'entreprise

Richard Kinlough, IAS.A., CF, *président*
Bradley W. Ashley, BA, JD/MBA
Justin Canivet, CFA
Rhonda Downey, CPA, CA, CPA (IL), CF, MSM
Ross Fletcher, CPA, CA, EEE, CF
Craig Gibson, CPA, CA, CF, EEE
Andrew Leutchford, CPA, CA
Joe Mattina, CPA, CA, CF
David McGraw, FCPA, FCA, IAS.A., CF
Paul Renaud, CPA, CA

Permanentes de CPA Canada

Carol Raven, CPA, CA

Directrice de projets, Stratégie, Comptabilité de gestion et finance

Pam Robertson, CPA, CA

Directrice de projets, Apprentissage et perfectionnement professionnel

Valerie Leach, CPA, CA

Directrice de projets, Apprentissage et perfectionnement professionnel

Permanente de l'ACCRI

Mike Woollatt

Chef de la direction

Table des matières

Sommaire	1
Introduction	3
Créer un contexte entrepreneurial	6
Constellation Software	8
Birch Hill Equity Partners	17
GoodLife Fitness Clubs	23
Cineplex Inc.	29
Conclusions	36
L'auteur	37

Sommaire

Dans un contexte où la croissance économique demeure à un creux historique, les dirigeants d'entreprise éprouvent davantage de difficulté à créer de la valeur pour l'actionnaire au sein de leur organisation. Toutefois, nous avons repéré quelques organisations qui ont réussi à surmonter cet obstacle et à créer une valeur importante pour l'actionnaire. Il s'agit de Constellation Software, Birch Hill Equity Partners, GoodLife Fitness Clubs et Cineplex Inc.

Après avoir mené des entrevues avec les cadres dirigeants de ces organisations et examiné l'information accessible au public, nous avons découvert qu'elles avaient certains points en commun. En l'occurrence, chacune de ces organisations a su instaurer un contexte entrepreneurial présentant les caractéristiques suivantes :

- une solide équipe de direction qui prône une communication ouverte et fréquente;
- une culture organisationnelle soutenue par des employés extrêmement motivés;
- l'attention aux besoins des clients;
- une conception progressive de la gestion des risques;
- une structure financière qui fait peu appel à l'emprunt;
- une perspective à long terme de la création de valeur pour l'actionnaire.

Un contexte entrepreneurial accroît la probabilité que certaines initiatives permettent de créer de la valeur pour l'actionnaire. Les principales initiatives menées par les quatre organisations étudiées comprennent les acquisitions, la gestion rigoureuse des capitaux, l'excellence opérationnelle et l'innovation. Ces initiatives ne sont pas incompatibles, mais plutôt complémentaires.

Par exemple :

- Constellation Software est passée maître en matière d'acquisitions. Elle s'emploie notamment à acquérir de petites entreprises de logiciels personnalisés complémentaires dont elle accroît les résultats et la rentabilité en adoptant les meilleures pratiques et l'excellence opérationnelle.
- Birch Hill Equity Partners s'est imposée en exerçant une gestion rigoureuse des capitaux dans l'acquisition d'entreprises. En l'occurrence, cette société de financement par capitaux propres cherche à acquérir des entreprises qui n'ont pas besoin de montants importants en fonds de roulement ou en dépenses d'investissement afin de dégager un rendement supérieur du capital investi.

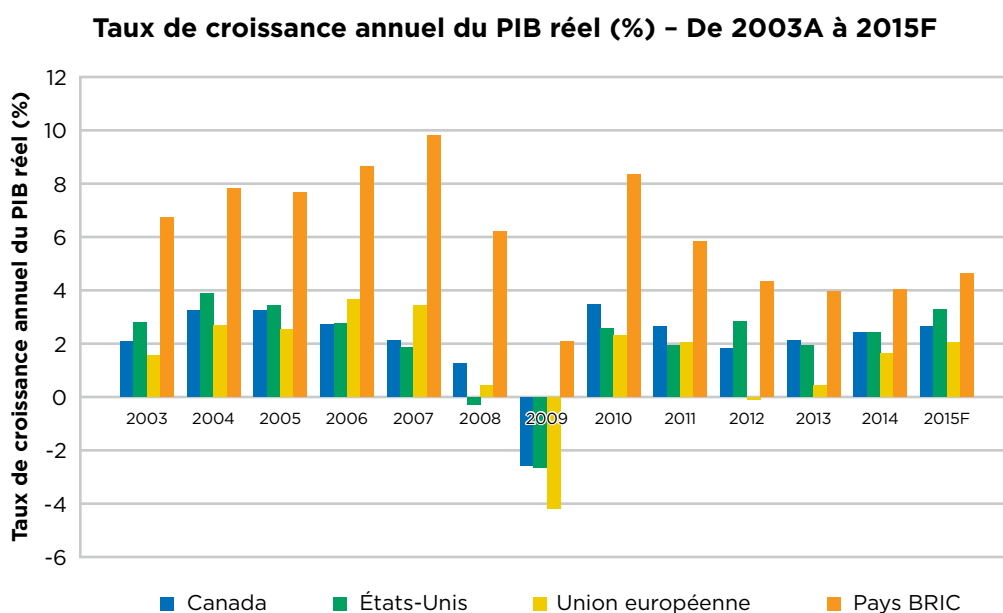
- GoodLife Fitness Clubs a misé sur l'excellence opérationnelle et a mis en œuvre diverses initiatives pour accroître la rentabilité. La société a lancé des programmes novateurs en demeurant à l'écoute des besoins des clients. Elle a également instauré l'excellence opérationnelle dans les entreprises dont elle a fait l'acquisition.
- Cineplex Inc. s'emploie à cerner ses compétences de base et à trouver des façons novatrices d'exploiter ces capacités. C'est ainsi qu'elle a lancé de nouveaux produits et trouvé de nouvelles façons d'exploiter son réseau de cinémas et de fidéliser sa clientèle. Cineplex a aussi misé sur les acquisitions pour élargir son champ d'innovation.

Les constatations énoncées dans le présent document visent à aider d'autres organisations à améliorer leur exploitation, ainsi qu'à aider les spécialistes et les conseillers en finance d'entreprise à renseigner leurs clients, en vue de créer de la valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance.

Introduction

Depuis quelques années, les entreprises canadiennes, ainsi que celles qui sont établies ou qui exercent leurs activités aux États-Unis et en Europe de l'Ouest, sont aux prises avec de faibles taux de croissance économique (Tableau 1). Cette faiblesse des taux de croissance est appelée à se maintenir dans un avenir prévisible. Même les économies en développement comme celles des pays BRIC (le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine) doivent faire face à un ralentissement de la croissance. Cette conjoncture exerce une pression à la baisse sur les perspectives d'exportation des entreprises issues des économies occidentales.

Tableau 1. Taux de croissance annuel du PIB¹ réel



Sources : S&P Capital IQ et Trading Economics

Les faibles taux de croissance économique présentent un autre obstacle à la création de valeur pour l'actionnaire. Les entreprises doivent faire face aux pressions sur les prix afin de maintenir leur part de marché. En outre, la faiblesse de la croissance rend difficile de transmettre les augmentations de coûts aux clients.

1 Produit intérieur brut.

Pourtant, certaines organisations ont surmonté ces difficultés et connaissent la prospérité. Il s'agit notamment de Constellation Software, Birch Hill Equity Partners, GoodLife Fitness Clubs et Cineplex Inc. Ces sociétés exercent leurs activités dans des secteurs très différents, dont la dynamique de croissance est différente, mais chacune a réussi à surclasser ses concurrents.

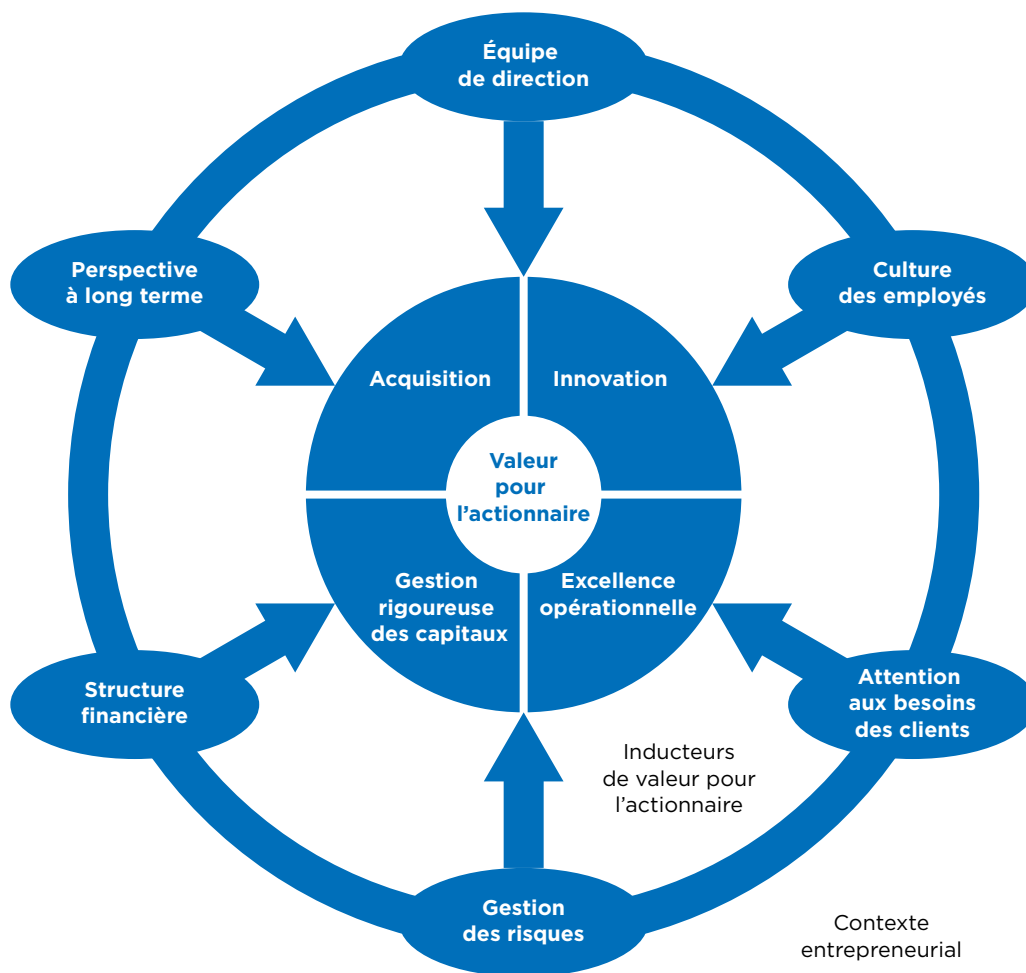
Comment ces organisations se sont-elles démarquées de la concurrence? Il n'existe pas de réponse unique. Toutefois, elles ont en commun certains principes qui leur permettent d'instaurer un contexte entrepreneurial. Ces principes sont les suivants :

- une solide équipe de direction qui prône une communication ouverte et fréquente;
- une culture organisationnelle soutenue par des employés extrêmement motivés;
- l'attention aux besoins des clients;
- une structure financière qui fait peu appel à l'emprunt;
- une conception progressive de la gestion des risques;
- une perspective à long terme de la création de valeur pour l'actionnaire.

L'établissement d'un contexte entrepreneurial permet à ces organisations de mener à bien leurs stratégies opérationnelles de base axées sur les acquisitions, la gestion rigoureuse des capitaux, l'excellence opérationnelle et l'innovation. Tout compte fait, les initiatives menées par ces organisations leur ont permis de dégager un rendement supérieur du capital investi, résultat essentiel à la création de valeur pour l'actionnaire.

Le Tableau 2 représente graphiquement le lien entre le contexte entrepreneurial et les stratégies opérationnelles de base.

Tableau 2. Cadre de la création de valeur pour l'actionnaire



Dans le présent document, nous allons d'abord décrire les éléments qui constituent un contexte entrepreneurial. Nous examinerons ensuite comment chacune de ces quatre organisations a créé de la valeur pour l'actionnaire dans un contexte de faible croissance grâce à des stratégies axées sur les acquisitions, la gestion rigoureuse des capitaux, l'excellence opérationnelle et l'innovation. Comme nous l'avons mentionné, ces stratégies ne sont pas incompatibles, mais plutôt complémentaires.

Nous avons résumé nos constatations en vue d'aider d'autres organisations à atteindre les mêmes résultats. Nos constatations et nos commentaires reposent sur des entrevues avec les cadres dirigeants de ces organisations et sur l'examen de l'information accessible au public.

Créer un contexte entrepreneurial

Un contexte favorable améliore considérablement l'efficacité des initiatives de création de valeur pour l'actionnaire. Comme nous l'avons mentionné dans la section précédente, les organisations étudiées avaient instauré un contexte entrepreneurial présentant les caractéristiques suivantes :

- une solide équipe de direction qui prône une communication ouverte et fréquente;
- une culture organisationnelle soutenue par des employés extrêmement motivés;
- l'attention aux besoins des clients;
- une structure financière qui fait peu appel à l'emprunt;
- une conception progressive de la gestion des risques;
- une perspective à long terme de la création de valeur pour l'actionnaire.

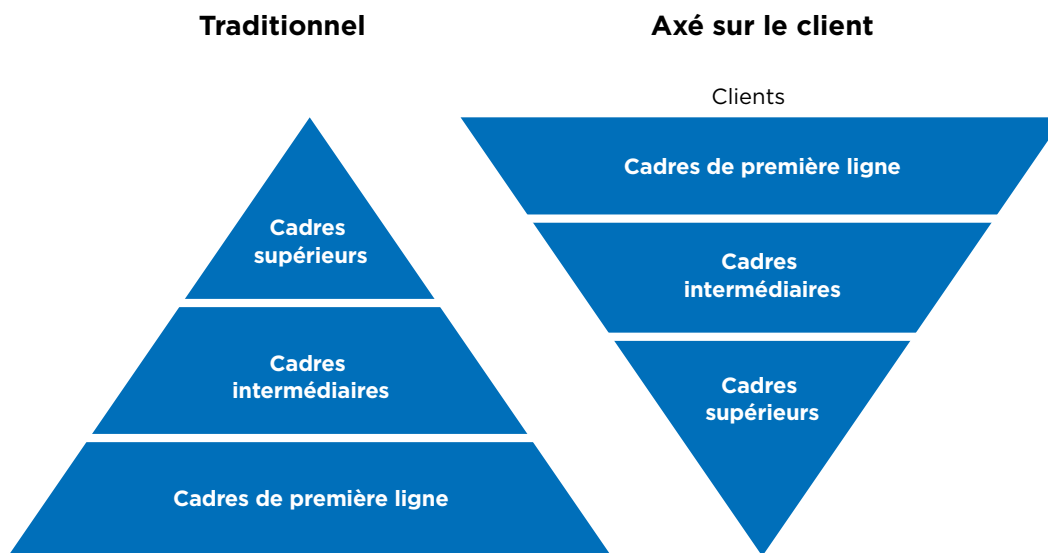
Ces éléments sont inextricablement liés.

Comme on pouvait s'y attendre, une équipe de direction hautement compétente est jugée essentielle à la création de valeur pour l'actionnaire. Les caractéristiques d'une solide équipe de direction sont parfois difficiles à définir. Toutefois, les organisations étudiées ont en commun la grande importance accordée à la communication par l'équipe de direction.

Une communication ouverte et fréquente facilite la mobilisation des employés, qui permet d'établir une culture où les employés sont hautement motivés et, par conséquent, réduit la rotation du personnel. Les employés motivés ont à cœur d'offrir à leurs clients une expérience supérieure.

En outre, ces organisations prospères restent attentives à l'évolution des besoins de leurs clients en mobilisant les cadres de première ligne. En effet, elles ont inversé l'organigramme traditionnel. Le rôle de la haute direction consiste à offrir une base solide à une culture axée sur le souci du client et l'innovation.

Tableau 3. Organigrammes



Le contexte entrepreneurial d'une organisation est également défini par sa conception de la gestion des risques. En l'occurrence, les organisations étudiées ne considèrent pas la gestion des risques, en soi, comme un moyen de créer de la valeur pour l'actionnaire. Les conseils et la direction de ces organisations ne négligent pas pour autant leurs obligations en matière de gestion des risques. Ils adoptent plutôt une conception plus progressive de la gestion des risques qui n'enlève rien à leur culture entrepreneuriale. Les employés sont encouragés à faire preuve d'innovation et à prendre des risques gérables.

Il convient également de souligner la conception de la structure financière des organisations étudiées. Ces dernières ont adopté une structure financière relativement prudente au chapitre du recours à l'emprunt. Le recours modéré au levier financier permet aux organisations de favoriser un contexte entrepreneurial de prise de risques calculés, car elles risquent moins de manquer à leurs engagements bancaires au cas où certaines initiatives s'avéreraient infructueuses ou prendraient plus de temps que prévu à produire des résultats.

Enfin, tous les répondants ont indiqué qu'ils envisageaient la création de valeur pour l'actionnaire dans une perspective à long terme. Cette approche est habituellement plus facile à adopter par les sociétés à capital fermé, comme GoodLife, mais elle l'est aussi par les deux sociétés à capital ouvert (Cineplex et Constellation), dont chaque direction envisage un horizon temporel de trois à cinq ans. Birch Hill a indiqué que la période moyenne de détention d'actions des sociétés constituant son portefeuille était d'environ sept ans et demi, ce qui est élevé dans le cas de sociétés de financement par capitaux propres.

Constellation Software

De nombreuses sociétés ont acquis ou envisagent d'acquérir des entreprises pour favoriser leur croissance, en particulier dans un contexte où les perspectives de croissance organique sont parfois limitées. Toutefois, il arrive souvent qu'une acquisition n'atteigne pas l'objectif de l'acheteur de créer de la valeur pour l'actionnaire; pire encore, elle peut miner la valeur pour l'actionnaire.

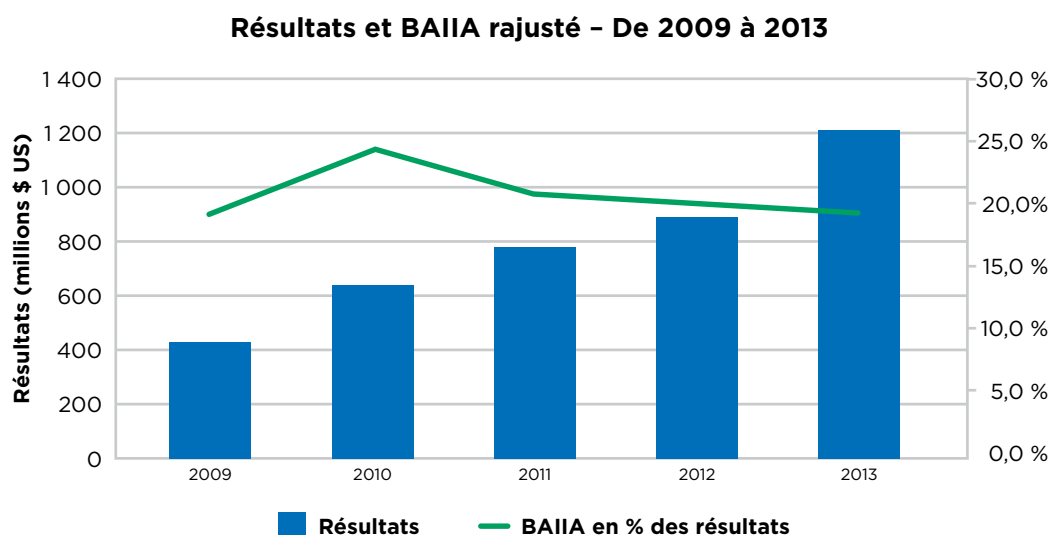


Tout compte fait, la création de valeur pour l'actionnaire dépend de la capacité de l'acheteur de mettre en œuvre les mesures prévues, de réussir à intégrer l'entreprise acquise et de mener à bien des initiatives (p. ex., la mise en œuvre de pratiques exemplaires) qui produisent des résultats mesurables. Telle est la base du succès de Constellation Software Inc. (CSU à la Bourse TSX).

Constellation est un fournisseur mondial de solutions logicielles d'entreprise qui sert plusieurs marchés verticaux distincts. La société est organisée en fonction de deux secteurs isolables : 1) celui du secteur public, qui comprend surtout des entreprises axées sur des clients gouvernementaux ou paragouvernementaux; et 2) celui du secteur privé, qui comprend surtout des entreprises axées sur des clients commerciaux. Constellation exerce des activités diversifiées dans 58 marchés verticaux, soit 27 au sein du secteur public et 31 au sein du secteur privé.

Grâce aux acquisitions, Constellation a affiché une croissance importante de ses résultats, tout en maintenant de solides marges bénéficiaires (voir le Tableau 4). En l'occurrence, Constellation a réussi à accroître considérablement ses résultats et sa rentabilité au moyen d'acquisitions, et elle a réalisé ces acquisitions sans abuser du recours au levier financier (voir le Tableau 5).

Tableau 4. Résultats et BAIIA² de Constellation Software, de 2009 à 2013



Source : Rapports du quatrième trimestre aux actionnaires

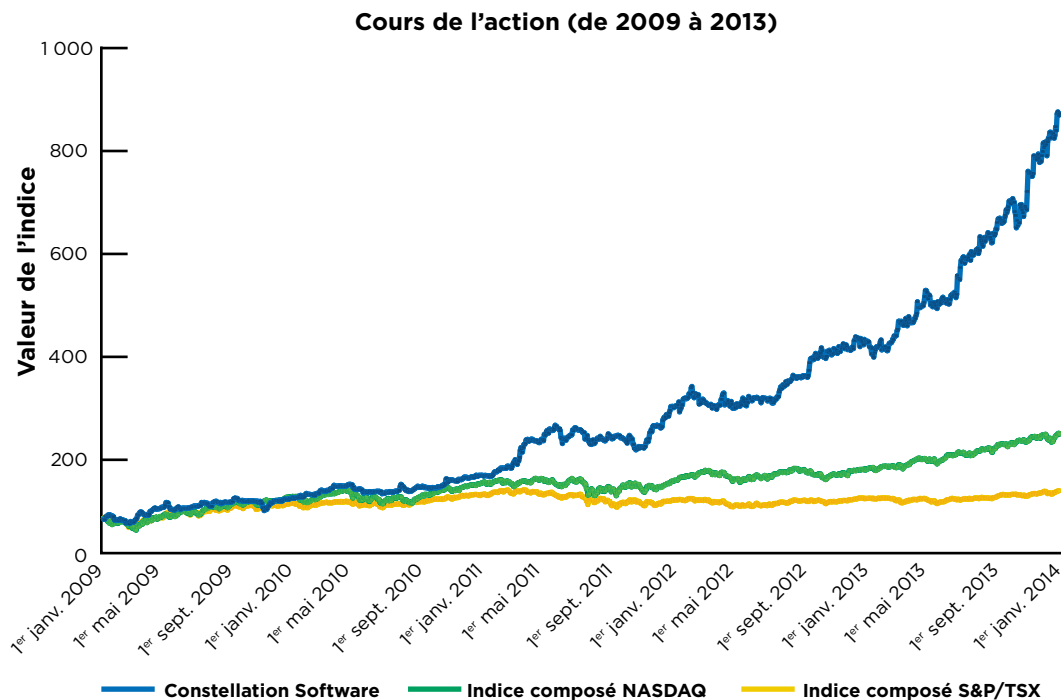
Tableau 5. Résumé financier de Constellation Software, de 2009 à 2013

	2009	2010	2011	2012	2013	TCAC
En millions \$ US, sauf les chiffres par action ou en %						
Total des produits d'exploitation	438	634	773	891	1 211	22,6 %
BAIIA rajusté	84	154	161	178	234	22,6 %
Bénéfice d'exploitation	24	52	84	93	115	37,0 %
Valeur comptable nette par action	5,1	6,8	12,1	12,2	12,6	19,7 %
Résultat par action	0,48 \$	1,42 \$	7,42 \$	4,37 \$	4,39 \$	55,5 %
Dividende par action	0,22 \$	0,26 \$	2,00 \$	4,00 \$	4,00 \$	79,3 %
Dette totale par rapport au BAIIA	0,5x	0,6x	-	0,4x	0,6x	
Flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation	83	105	138	145	220	21,6 %
Rendement du capital investi (RCI)	24 %	26 %	36 %	35 %	35 %	
Cours moyen de l'action	32,02 \$	42,73 \$	66,52 \$	98,00 \$	155,43 \$	48,4 %

Sources : S&P Capital IQ, rapports aux actionnaires et lettre annuelle du président

Par conséquent, de 2009 à 2013, le cours de l'action de Constellation a bondi de plus de 380 %, devançant de loin l'indice composé TSX (Bourse à laquelle est inscrite la société) et l'indice composé NASDAQ, où le secteur technologique est très concentré (voir le Tableau 6).

2 Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement.

Tableau 6. Cours de l'action de Constellation Software, de 2009 à 2013

Source : S&P Capital IQ

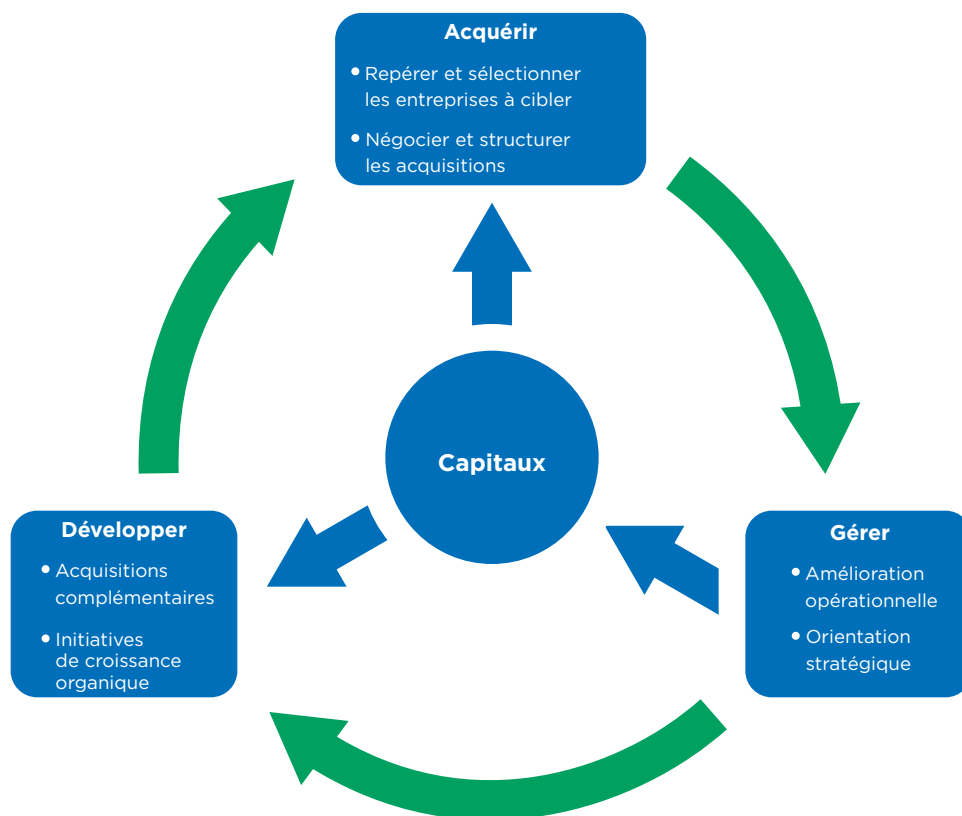
Toutefois, le cours de l'action n'est qu'un élément de ce que la direction considère comme une mesure importante de la valeur pour l'actionnaire. Constellation s'emploie aussi à dégager un taux de rendement interne (TRI) après impôt en tant que taux de rendement minimal pour toutes les nouvelles initiatives et acquisitions. Le TRI ciblé est établi périodiquement par le conseil d'administration et fluctue selon la conjoncture et le montant des capitaux disponibles. Une fois le TRI ciblé établi, le taux de rendement minimal reste le même pour tous les secteurs d'activité. Constellation surveille et analyse le rendement au niveau du groupe opérationnel et au niveau du secteur des logiciels personnalisés, puis se fonde sur cette analyse pour prendre des décisions quant à la meilleure façon d'affecter ses capitaux afin de dégager le TRI le plus élevé. Essentiellement, les capitaux sont affectés en fonction du TRI prévu, qui est influencé par l'attrait relatif du secteur de marché, la position stratégique du secteur des logiciels personnalisés et le rendement de la direction.

Constellation adopte également la méthode MECE (*Mutually Exclusive, Completely Exhaustive*) pour évaluer les acquisitions. À l'instar de la méthode de Monte Carlo, cette méthode consiste à envisager divers scénarios et à attribuer une probabilité à chacun. Constellation utilise cette méthode depuis 15 ans, qui s'est avérée être un facteur important de son succès.

Stratégie opérationnelle

La principale stratégie de Constellation consiste à *acquérir, gérer* et *développer* des entreprises de logiciels personnalisés. La société utilise un ensemble de mesures et de ratios d'exploitation pour surveiller le rendement de chacune de ces entreprises et pour déterminer comment répartir les capitaux entre elles.

Tableau 7. Stratégie opérationnelle de Constellation Software



Source : Constellation Software Inc., formulaire d'information annuel - Le 28 mars 2013

1) Acquérir

La société est en mesure de repérer et d'acquérir des entreprises de logiciels personnalisés attrayantes ayant un potentiel de croissance sur de nouveaux marchés. Elle a mis au point une méthode d'acquisition rigoureuse consistant à cibler des entreprises qui offrent des solutions logicielles, qui tirent

principalement leurs revenus des redevances d'utilisation des logiciels, des frais d'entretien et autres frais récurrents et des honoraires professionnels, et qui présentent, dans la mesure du possible, les caractéristiques suivantes :

- une clientèle diversifiée;
- des solutions logicielles d'entreprise essentielles à la mission;
- une faible perte de clients;
- une part de marché dominante ou en croissance;
- une concurrence fragmentée;
- un potentiel de croissance axé sur l'expansion géographique, l'expansion de l'offre de produits ou l'acquisition.

Selon Mark Leonard, fondateur, président du conseil et président de Constellation, les revenus d'entretien de la société constituent un indicateur important de la valeur intrinsèque. Les revenus d'entretien récurrents proviennent surtout des frais imputés pour le soutien après-vente relatif aux produits logiciels de Constellation et des frais récurrents liés aux logiciels (service, abonnements, contrats d'exécution et de soutien, revenus liés aux transactions et produits hébergés). Depuis quelques années, les acquisitions constituent une source importante de croissance des revenus d'entretien, comme le montre le Tableau 8.

Tableau 8. Ventilation de la croissance des revenus d'entretien de Constellation Software

	2009	2010	2011	2012	2013
Revenus d'entretien (millions \$)	252	337	417	510	725
Croissance provenant de :					
Acquisitions	27 %	26 %	15 %	15 %	34 %
Sources organiques					
a) Nouveaux revenus d'entretien	7 %	8 %	8 %	8 %	10 %
b) Hausses de prix	3 %	6 %	6 %	5 %	5 %
c) Attrition – perte de modules	-3 %	-3 %	-2 %	-2 %	-2 %
d) Attrition – perte de clients	-4 %	-4 %	-3 %	-4 %	-5 %
Croissance organique totale	3 %	7 %	9 %	7 %	8 %
Croissance totale des revenus d'entretien	30 %	33 %	24 %	22 %	42 %

Source : Lettres du président, Mark Leonard

Constellation cherche en permanence des entreprises à cibler en vue d'une acquisition. Son site Web, www.csi.com, comprend même une section spéciale (« Being Acquired ») indiquant aux propriétaires d'entreprise intéressés ses critères d'acquisition : la société cherche des entreprises de logiciels

personnalisés ayant un bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) d'au moins un million de dollars, un bénéfice et une croissance réguliers, une direction expérimentée et un prix offert prédéterminé.

Constellation tient une base de données de plus de 10 000 cibles d'acquisition éventuelles et communique avec ces entreprises au moins tous les deux ans pour établir des relations avec les propriétaires et la direction et pour les presser au cas où le propriétaire envisagerait son plan de relève.

Constellation s'emploie à acquérir de petites entreprises de technologie, dont les produits des activités ordinaires sont habituellement inférieurs à 25 millions de dollars, sur différents marchés verticaux. Selon Mark Leonard, « nous achetons souvent des entreprises “ mode de vie ” dont les propriétaires misent davantage sur la continuité et la familiarité que sur le changement et la rentabilité ». Les autres cibles sont des divisions de grandes multinationales (sociétés issues d'une scission) qui n'exercent pas nécessairement leurs activités dans le domaine des logiciels et dont le rendement est faible sans l'affectation spéciale de ressources et de capitaux. Ces petites entreprises et ces divisions en perte de vitesse permettent à Constellation de réaliser des acquisitions à des multiples d'évaluation inférieurs en évitant des enchères très concurrentielles ainsi que le piège courant d'un prix d'acquisition excessif.

Le Tableau 9 montre l'entrée de Constellation sur les nouveaux marchés verticaux.

Tableau 9. Entrée de Constellation Software sur les nouveaux marchés verticaux

2009	2010	2011	2012	2013
<ul style="list-style-type: none"> • Sécurité publique • Soins de santé • Trésorerie et emprunts municipaux • Courtiers et agents immobiliers • Centres de santé • Déménagement et entreposage • Grossistes-distributeurs de métaux • Concessionnaires de VR et de bateaux de plaisance 	<ul style="list-style-type: none"> • Attractions • Fabricants de pâtes et papiers • Optimisation de la chaîne d'approvisionnement • Centres de loisirs • Répartition de taxis • Concessions de matériel de plein air • Distribution multicanaux 	<ul style="list-style-type: none"> • Distribution en gros • Gestion immobilière • Tiers fournisseurs de services de logistique 	<ul style="list-style-type: none"> • Systèmes d'information de radiologie et de laboratoire • Licences de produits de consommation • Gestion de collections • Fabrication de produits pharmaceutiques et biologiques • Administration et assurance des prestations 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion d'événements • Salons de beauté et centres de remise en forme • Gestion d'associations • Concessionnaires de matériel agricole • Distribution de pneus

Source : *Formulaires d'information annuels*

Structure d'une transaction

Les conditions d'une transaction sont tout aussi importantes que le prix d'achat convenu. Elles stipulent quand, comment et dans quelles circonstances le prix d'achat est payé (ou n'est pas payé). La structuration créative d'une transaction permet souvent de réduire l'écart entre le prix anticipé par l'acheteur et celui anticipé par le vendeur. La prise de contrôle d'une société à capital fermé, ou encore d'une filiale ou d'une division d'une société à capital ouvert, offre aux parties une grande souplesse dans la structuration de la transaction.

La structuration efficace d'une transaction peut contribuer à atténuer, pour l'acheteur, le risque de transition, c'est-à-dire le risque que l'entreprise acquise perde une part importante de sa valeur incorporelle peu après la transaction (p. ex., à la suite de la perte d'un dirigeant ou de clients importants). Une analyse des acquisitions de Constellation de 2009 à 2013 révèle que la société a utilisé la structuration des transactions pour atteindre cet objectif (Tableau 10) :

Tableau 10. Acquisitions de Constellation Software³

Acquisitions	2011	2012	2013
Nombre d'acquisitions	22	35	30
Contrepartie totale (millions \$)	62 \$	180 \$	589 \$
Contrepartie en espèces (millions \$)	47 \$	141 \$	558 \$
Retenues en espèces (millions \$)	10 \$	29 \$	27 \$
Juste valeur estimative de la contrepartie conditionnelle (millions \$)	5 \$	10 \$	4 \$

Source : *Rapports annuels*

En employant une structure de transaction fondée sur le risque qui prévoit la retenue dans un compte de garantie bloqué d'un certain pourcentage de la contrepartie (16 % en moyenne), Constellation se protège contre le « risque de bilan », c'est-à-dire le risque que l'actif de l'entreprise cible ne soit pas réalisé (p. ex., radiation des stocks) ou qu'un passif caché apparaisse. En outre, le fait qu'un pourcentage des produits soit conditionnel facilite la transition et protège Constellation contre l'érosion de la valeur en motivant le vendeur à atteindre ses objectifs de vente et de profit après clôture.

Comprendre la proposition de valeur

Un aspect fondamental de l'attrait d'une entreprise comme cible d'acquisition tient à une équipe de direction compétente. Constellation achète souvent des entreprises « mode de vie » dont les propriétaires misent davantage sur la continuité et la familiarité que sur le changement et la rentabilité. Selon Mark Leonard, « la société s'emploie à instaurer les meilleures pratiques en vue d'atteindre graduellement les objectifs de croissance à tous les niveaux, au lieu

³ La juste valeur de la contrepartie conditionnelle représente l'équivalent actuel au comptant des futurs paiements sur le prix d'achat qui sont conditionnels au respect des critères de rendement convenus.

de tenter de réaliser immédiatement des synergies en réduisant les coûts ou en prenant d'autres mesures ». Essentiellement, la valeur de l'entreprise cible est déterminée au comptant, sur une base individuelle, sans égard aux synergies postacquisition (il s'agit de la valeur intrinsèque). Les raisons le plus souvent invoquées de l'échec d'une transaction tiennent à l'incapacité de l'acheteur de réaliser des synergies ou à la surestimation des économies de coûts éventuelles. La méthode de Constellation atténue l'incidence de ces difficultés.

En outre, les actionnaires de Constellation sont avantagés puisque la société paie, pour de petites sociétés à capital fermé, un multiple inférieur à celui qui s'applique à ses actions (arbitrage société à capital fermé / société à capital ouvert).

2) Gérer

Lorsque Constellation acquiert une entreprise de logiciels personnalisés, elle s'emploie à gérer l'entité acquise en vue d'en améliorer les opérations et le rendement (c.-à-d. l'excellence opérationnelle). La société utilise un ensemble de mesures et de ratios d'exploitation qui lui permet d'harmoniser efficacement les coûts (ventes et marketing, recherche-développement et frais d'administration) avec les produits d'exploitation; cette norme axée sur les meilleures pratiques s'est avérée fructueuse. Constellation a adopté une structure de gestion décentralisée qui permet à la direction des entreprises de logiciels personnalisés d'exercer leurs activités de manière indépendante tout en tirant parti de l'infrastructure et des meilleures pratiques au niveau du groupe opérationnel et à celui du siège social, d'où la mise en œuvre de compétences financières et stratégiques à l'égard de l'affectation des capitaux, des acquisitions, de la finance, de la fiscalité, de la politique de rémunération et du recrutement.

3) Développer

Lorsqu'une entreprise de logiciels personnalisés acquise par Constellation commence à atteindre la rentabilité ciblée, la société s'emploie à la développer en menant des initiatives organiques et des initiatives de croissance.

À l'égard des initiatives organiques, Constellation cherche à accroître sa part de marché et sa part de la clientèle (c.-à-d. sa part des dépenses des clients consacrées à la technologie de l'information). Son objectif consiste à détenir la première ou la deuxième part en importance d'un marché vertical de créneau en investissant, notamment dans les modules complémentaires de solutions logicielles existantes, et en commercialisant ces améliorations de produit auprès des clients actuels et nouveaux.

À l'égard des acquisitions complémentaires, Constellation juge plus économique d'acquérir une part de marché et d'autres produits ou technologies ou encore des entreprises de logiciels personnalisés complémentaires que de les développer. Selon Mark Leonard, « comme nous devons notre succès à notre capacité de mettre en œuvre les meilleures pratiques et d'améliorer le rendement opérationnel, nous considérons les acquisitions comme une démarche moins risquée que les initiatives de croissance interne. En fait, sur les quelque 200 acquisitions que nous avons entreprises, environ une demi-douzaine seulement n'ont pas donné les résultats escomptés ».

Résumé des principales constatations

L'expérience de Constellation constitue un excellent exemple d'un cadre d'acquisition global qui permet de créer de la valeur pour l'actionnaire. La société a mis au point une méthode rigoureuse d'acquisition d'entreprises en se concentrant sur de petites cibles d'acquisition pouvant bénéficier de la mise en œuvre de l'excellence opérationnelle et des meilleures pratiques, au lieu de miser sur des synergies en vue de réductions de coûts parfois difficiles à réaliser. Cette méthode a permis à Constellation de mener à bien sa stratégie opérationnelle globale consistant à : 1) acquérir des entreprises de logiciels personnalisés ayant un potentiel de croissance; 2) gérer efficacement les entreprises acquises; et 3) développer les entreprises acquises au moyen d'initiatives organiques et d'acquisitions complémentaires. En utilisant des mesures comme le TRI et la méthode MECE, ainsi qu'une structure de transaction fondée sur le risque, Constellation prend des décisions judicieuses en matière d'acquisition grâce à une gestion rigoureuse des dépenses d'investissement. La société a perfectionné et répété son processus en faisant l'acquisition de nombreuses plateformes sur de nouveaux marchés verticaux, d'où une croissance graduelle et la création de valeur à long terme pour l'actionnaire.

Birch Hill Equity Partners

Les cadres dirigeants s'emploient habituellement à accroître les produits d'exploitation et la rentabilité de leur organisation. Pour les sociétés à capital ouvert, ces mesures sont souvent jugées essentielles à la hausse du cours de l'action. Toutefois, il existe une distinction importante entre accroître les résultats et la rentabilité et créer de la valeur pour l'actionnaire. La création de valeur pour l'actionnaire consiste essentiellement à maximiser les flux de trésorerie par rapport aux capitaux propres investis. La gestion du montant de capitaux employés par l'organisation (c.-à-d. la gestion rigoureuse des capitaux) peut donc s'avérer tout aussi efficace pour créer de la valeur pour l'actionnaire que l'accroissement de la rentabilité.



BIRCH HILL
equity partners

On trouve un excellent exemple de gestion rigoureuse des capitaux en examinant les principes de Birch Hill Equity Partners, société de financement par capitaux propres canadienne établie en 1994. À l'heure actuelle, elle gère des capitaux d'environ deux milliards de dollars. Birch Hill s'emploie à acquérir des entreprises axées sur la croissance dont la valeur est évaluée entre 30 millions et 600 millions de dollars.

Birch Hill a fait l'acquisition de Softchoice Corporation (SO à la Bourse TSX) en avril 2013 au prix de 412 millions de dollars, ou 20 \$ l'action, ce qui représente une prime de 27 % par rapport au cours du marché⁴.

De nombreux observateurs se sont étonnés qu'une société de financement par capitaux propres, sans sociétés de portefeuille complémentaires permettant de réaliser des synergies, ait les moyens de payer une prime par rapport au cours du marché pour acquérir Softchoice. Stephen Dent, directeur général de Birch Hill, a expliqué que la prime ne dépendait pas de la prise de contrôle de Softchoice en soi, mais plutôt du fait que, selon Birch Hill, le marché boursier avait mésestimé la valeur des actions de Softchoice. En l'occurrence, le marché boursier tenait compte du bénéfice par action plutôt que du rendement des capitaux propres que Softchoice a réussi à dégager.

Acquisition de Softchoice

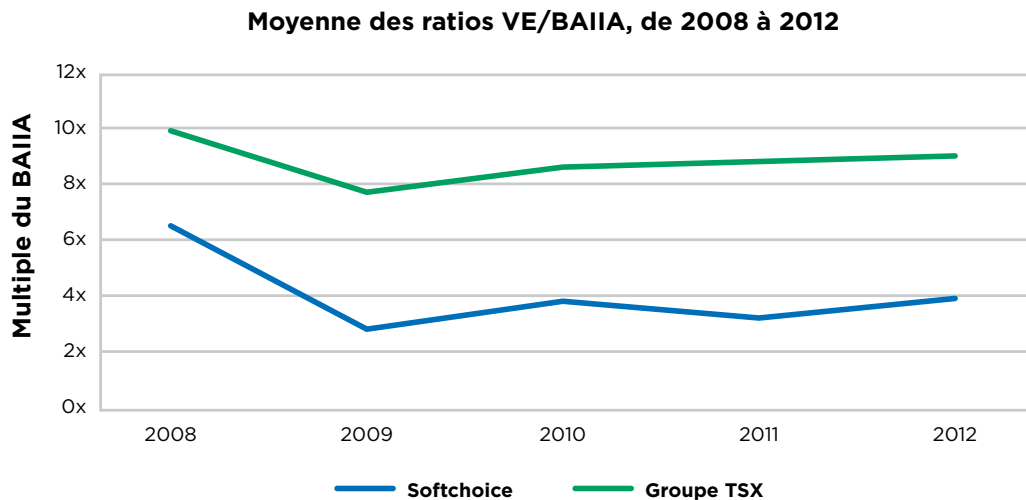
Une analyse de l'opération d'acquisition de Softchoice permet de comprendre la démarche de Birch Hill. Softchoice offre des solutions en infrastructure de la technologie de l'information (TI) à de grandes et petites entreprises et à

⁴ Mesuré par rapport au prix moyen pondéré en fonction du volume des actions de la société au cours des 30 derniers jours de Bourse précédant l'acquisition et rajusté en fonction de l'encaisse (c.-à-d. abstraction faite de l'encaisse dans le prix d'achat et la capitalisation boursière).

des administrations publiques américaines et canadiennes. Elle offre surtout des solutions matérielles et logicielles d'entreprise (évaluation, conception et architecture de solutions, approvisionnement, gestion de projet, mise en œuvre, gestion permanente et aliénation de biens, gestion et surveillance de l'infrastructure TI). Softchoice vend également du matériel informatique (ordinateurs portables, ordinateurs de bureau, écrans, réseautage, serveurs, imprimantes et imageurs) et des produits logiciels (exploitation sous licence, réseautage, sécurité, commerce, créativité, apprentissage et systèmes d'exploitation). En outre, Softchoice offre diverses solutions (informatique utilisateur, centre de données, réseautage, sécurité, stockage et gestion de données et communications unifiées) ainsi que des services (évaluation et conseils, productivité et collaboration, infrastructure et services gérés). Softchoice, qui a été fondée en 1989, a son siège social à Toronto.

Softchoice avait toujours fait l'objet de multiples d'évaluation relativement faibles sur le marché boursier, car elle était considérée avant tout comme un revendeur à valeur ajoutée (RVA) dans l'espace technologique, même par comparaison avec ses pairs (voir le Tableau 11).

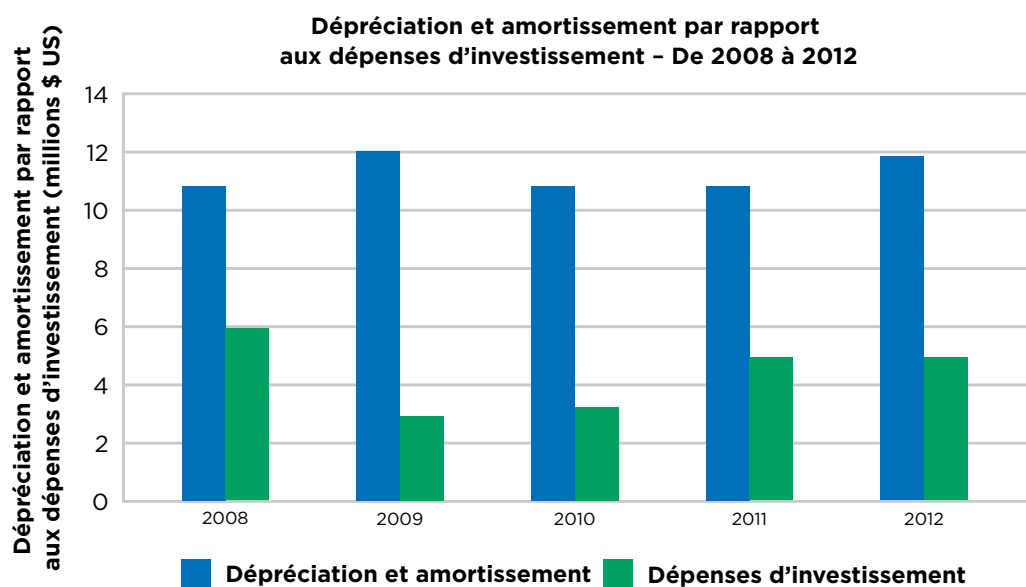
Tableau 11. Moyenne des ratios VE/BAIIA



Source : S&P Capital IQ

Toutefois, sans se limiter aux résultats de Softchoice, Birch Hill a examiné son bilan et l'état des flux de trésorerie. Sur le plan des flux de trésorerie, les besoins courants de Softchoice en dépenses d'investissement étaient relativement modestes, compte tenu de la nature de ses activités.

Tableau 12. Dépréciation et amortissement par rapport aux dépenses d'investissement de Softchoice, de 2008 à 2012



Source : Rapports annuels

Par conséquent, alors que les marchés boursiers tiennent compte, dans une grande mesure, du bénéfice par action, les flux de trésorerie par action de Softchoice ont affiché un résultat plus favorable.

Une autre caractéristique attrayante de Softchoice était l'état de son bilan au 31 décembre 2012 (juste avant son acquisition par Birch Hill), qui se résume comme suit :

Tableau 13. Bilan de Softchoice Corporation

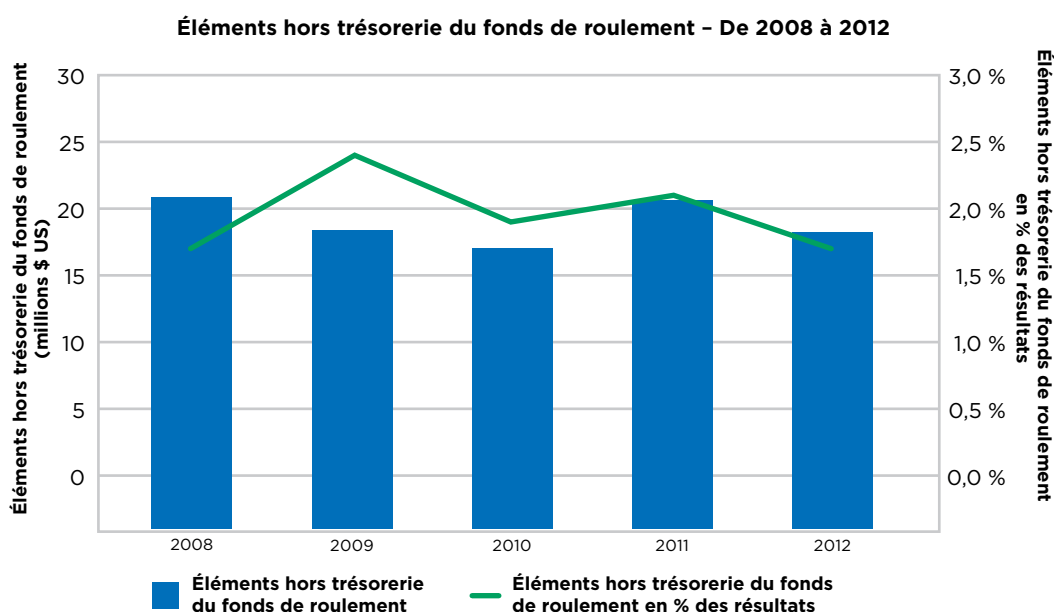
Softchoice Corporation Bilan	
(en milliers \$ US)	Au 31 décembre 2012
Actif	
Actif à court terme	
Encaisse	67 875
Clients et autres débiteurs	280 241
Autres actifs à court terme	14 115
Total de l'actif à court terme	362 231
Immobilisations corporelles	5 478
Écart d'acquisition	16 696
Autres actifs à long terme	61 176
Actif total	445 581
Passif et capitaux propres	
Passif à court terme	
Fournisseurs et autres créditeurs	263 813
Autres passifs à court terme	12 376
Total du passif à court terme	276 189
Passif à long terme	4 489
Total des capitaux propres	164 903
Total du passif et des capitaux propres	445 581

Source : Rapport annuel

Première observation : Softchoice n'avait aucune dette. L'absence de dette d'une société à capital ouvert peut en faire la cible d'une prise de contrôle, comme ce fut le cas ici. Il était d'autant plus facile de recourir au financement par emprunt pour faire l'acquisition de Softchoice que l'entreprise bénéficiait d'une clientèle régulière et diversifiée, d'où une certaine stabilité en matière de résultats et de flux de trésorerie. Birch Hill n'a pas révélé le montant de l'emprunt consacré à la prise de contrôle de Softchoice. Toutefois, Stephen Dent a mentionné que Birch Hill avait habituellement moins recours au financement par emprunt que la plupart des autres sociétés de financement par capitaux propres.

L'autre observation importante concerne le fonds de roulement. En l'occurrence, Softchoice a réussi à fonctionner avec seulement quelque 18 millions de dollars en éléments hors trésorerie du fonds de roulement, ce qui représente 1,7 % des produits d'exploitation. Cette situation est attribuable en partie au fait que Softchoice reçoit souvent le paiement de ses clients avant de fournir les biens ou services correspondants. Ces produits reportés constituent pour Softchoice une source essentielle de financement. Fait important, les besoins de Softchoice en fonds de roulement étant modestes, la ponction dans les flux de trésorerie est moins importante lorsque les produits d'exploitation augmentent. En outre, l'encaisse inscrite au bilan de l'entreprise n'étant pas nécessaire à l'exploitation, elle peut être répartie entre les actionnaires.

Tableau 14. Éléments hors trésorerie du fonds de roulement de Softchoice, de 2008 à 2012



Source : Rapports annuels

Grâce à un fonds de roulement minimal, allié à des besoins modestes en dépenses d'investissement, Softchoice peut dégager un rendement des capitaux propres attrayant. Voyant dans le solide rendement des capitaux propres de Softchoice un moyen de création de valeur pour l'actionnaire, Birch Hill a saisi l'occasion d'acquérir la société et d'en faire une entreprise à capital fermé.

Bien que Birch Hill n'ait pas divulgué dans quelle mesure elle a eu recours à l'emprunt pour financer l'acquisition, nous avons estimé le rendement des capitaux propres pro forma comme suit (en milliers de dollars) :

Flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation		
pour l'exercice clos le 31 décembre 2012	44 102 \$	
Moins : dépenses d'investissement	(4 909 \$)	
Moins : charge d'intérêts estimative, après impôts ⁵	<u>(7 140 \$)</u>	
Flux net de trésorerie		32 053 \$
Prix d'achat des actions	412 500 \$	
Moins : fonds en caisse	(64 950 \$)	
Moins : montant estimatif du financement par emprunt	<u>(170 000 \$)</u>	
Capitaux propres investis		177 550 \$
Rendement des capitaux propres pro forma		18 %

Dans un contexte de faible croissance, le rendement des capitaux propres pro forma de 18 % représente un rendement attrayant. En outre, la transformation de Softchoice en une société à capital fermé élimine les coûts liés à une société à capital ouvert, ce qui rehausse encore la trésorerie et la rentabilité de l'entreprise.

Birch Hill entend s'employer à dégager une croissance accrue de Softchoice à tous les niveaux, au moyen d'initiatives organiques comme l'innovation et l'excellence opérationnelle, ainsi qu'au moyen d'acquisitions complémentaires. Tout compte fait, il s'agit de créer un aspect particulier, propre à justifier un multiple d'évaluation élevé auprès d'un acheteur qui voit dans Softchoice une importance stratégique.

Résumé des principales constatations

Les enseignements à tirer de l'acquisition de Softchoice par Birch Hill sont clairs. Une société peut produire de la valeur pour l'actionnaire en gérant son bilan (ainsi que les résultats) et en exerçant une gestion rigoureuse de ses capitaux, surtout dans la mesure où elle peut gérer son fonds de roulement et, idéalement, obtenir que ses clients paient à l'avance pour ses produits et services, ce qui se traduit par un rendement supérieur des capitaux propres.

Fait important, des mesures comme le rendement des capitaux propres doivent être intégrées au régime de rémunération des principaux cadres dirigeants. Ces personnes seront ainsi motivées à tenir compte de cette mesure du rendement dans leur prise de décisions et récompensées d'avoir créé de la valeur pour l'actionnaire.

⁵ Pour les besoins de notre analyse, nous avons supposé que le prix d'achat de 170 millions de dollars était financé par emprunt au taux de 6 %. Ce montant représente environ 50 % du prix d'achat, déduction faite de l'encaisse. Nous avons supposé en outre un taux d'imposition combiné de 30 %.

GoodLife Fitness Clubs

L'amélioration des résultats grâce à l'excellence opérationnelle peut aider grandement une entreprise à se démarquer, surtout dans un contexte de faible croissance.



Depuis sa fondation en 1979, GoodLife est devenue le quatrième réseau de mise en forme en importance au monde; elle compte plus de 932 000 membres, 13 000 employés, plus de 2 600 associés (personnes morales) et plus de 310 centres au Canada.

Il s'agit d'un exploit, car le secteur canadien des centres de conditionnement physique, dont les résultats s'élèvent à 2,6 milliards de dollars, est très compétitif et très fragmenté. On compte plus de 6 000 centres au pays, et GoodLife est le réseau le plus important et la seule marque propre nationale comptant des centres au Canada.

Culture d'excellence

Le succès de la mise en œuvre des initiatives d'excellence opérationnelle repose sur la capacité de GoodLife d'instaurer chez ses employés une solide culture organisationnelle, axée sur sa raison d'être : offrir à tous les Canadiens la possibilité de vivre en forme et en santé. Ce principe est profondément ancré chez les employés de la société, depuis la haute direction jusqu'aux employés de première ligne. Pour GoodLife, les résultats dépendent de ses employés et de sa culture, qui constituent les facteurs distinctifs qui lui permettent de se démarquer de ses concurrents. David Patchell-Evans, fondateur et chef de la direction de la société, croit qu'une organisation se définit par sa culture.

En 2012, Jane Riddell, directrice de l'exploitation de GoodLife Fitness Clubs, a participé à la première saison de l'émission de télévision *Undercover Boss Canada* en visitant incognito des centres du réseau pour découvrir par elle-même, en première ligne, les possibilités et les difficultés qui se présentent à un employé débutant. En une semaine, sous le nom de Donna, Mme Riddell a visité des centres GoodLife au Canada en travaillant comme instructrice de Zumba, entraîneur personnel, technicienne en services, membre de la halte-garderie et conseillère en mise en forme.

L'objectif de Mme Riddell était de vérifier que la culture de la société correspondait à sa propre vision et de déterminer comment mieux recruter et conserver des employés compétents. Cette information est précieuse pour GoodLife, car une culture appropriée et un effectif compétent sont essentiels

au maintien de son succès. Mme Riddell a notamment retenu de cette expérience que « la haute direction n'a pas à connaître toutes les réponses (...) la plupart du temps, ce sont nos employés qui ont les réponses que nous cherchons; nous n'avons qu'à leur poser la question et à les écouter ». Ces principes sont essentiels à la capacité de GoodLife de mobiliser ses employés, de mettre en œuvre l'excellence opérationnelle et de rester à l'écoute des besoins des membres.

Reconnaissance

Depuis sa fondation, GoodLife a reçu de nombreuses récompenses pour ses efforts axés sur l'excellence opérationnelle et la culture organisationnelle. En 2012, elle s'est classée au palmarès Achievers des 50 milieux de travail les plus engagés du Canada, qui souligne le mérite d'employeurs faisant preuve de leadership et d'innovation dans la mobilisation de leurs effectifs. La mobilisation des employés, ou leur disposition à dépasser les exigences de base de l'emploi pour atteindre l'excellence, constitue un élément important du succès d'une organisation. Les huit éléments de la mobilisation des employés, qui servent de critères d'évaluation des entreprises, sont les suivants :

1. **Leadership** : des leaders qui inspirent un rendement supérieur; des relations étroites entre les employés, les cadres et les dirigeants.
2. **Communication** : des communications ouvertes, ponctuelles, fréquentes et multilatérales au sein de l'organisation; une équipe de direction accessible aux employés pour les informer, les soutenir et les encourager.
3. **Culture** : une culture et des valeurs organisationnelles profondément enracinées auxquelles les employés s'identifient étroitement et qu'ils soutiennent.
4. **Récompenses et reconnaissance** : une reconnaissance et des récompenses que les cadres et les pairs accordent couramment lorsqu'elles sont justifiées; un système de reconnaissance et de récompenses bien défini.
5. **Épanouissement professionnel et personnel** : la possibilité pour les employés d'apprendre et d'acquérir de nouvelles compétences.
6. **Responsabilisation et rendement** : une organisation axée sur les résultats qui recrute les meilleures compétences, reconnaît le travail assidu et encadre ses employés en vue d'un rendement supérieur.
7. **Vision et valeurs** : une vision et des valeurs fondamentales clairement énoncées.
8. **Responsabilité sociale** : un engagement profond envers la collectivité et l'intervention sociale (œuvres de bienfaisance, causes sociales et environnement).

Ces critères sont propices à l'établissement d'un contexte entrepreneurial. GoodLife a aussi été reconnue pour sa vision et ses valeurs.

En 2011, la société a obtenu le prix platine des 10 cultures d'entreprise les plus admirées au Canada; ce prix honore les meilleures organisations canadiennes de leur catégorie pour une culture qui leur permet d'améliorer le rendement et de maintenir un avantage concurrentiel.

La même année, GoodLife est devenue, pour une deuxième année d'affilée, membre du Club Platine des sociétés les mieux gérées du Canada. Le principal palmarès des entreprises au pays reconnaît l'excellence de sociétés détenues et gérées par des Canadiens, qui sont axées sur leur vision, qui créent de la valeur pour l'actionnaire et qui excellent dans l'économie mondiale.

Ces récompenses témoignent de la mesure dans laquelle GoodLife a atteint l'excellence opérationnelle en établissant une solide culture organisationnelle et en motivant ses employés.

Innovation

En restant à l'écoute de ses membres, GoodLife a lancé des prestations novatrices. Par exemple, pour mieux servir une clientèle de plus en plus occupée, GoodLife offre divers programmes, dont le circuit Fit Fix de 20 minutes, qui permet aux membres de suivre une séance d'entraînement complète en peu de temps. Elle propose aussi la halte-garderie JUMP! où les parents peuvent laisser leurs enfants pendant leur entraînement. GoodLife reste activement présente auprès de ses membres grâce aux contacts en personne, à l'interaction virtuelle sur diverses plateformes de médias sociaux et à son service personnalisé de suivi. Elle est en mesure de réagir rapidement aux commentaires de ses membres et de modifier ses prestations existantes ou d'en mettre en œuvre de nouvelles pour s'adapter à l'évolution des besoins et des préférences des clients.

Afin de mettre sur pied un organisme de formation et de certification qui refléterait les méthodes de pointe de GoodLife, David Patchell-Evans a mis sur pied la société Canadian Fitness Professionals Inc. (canfitpro), qui est rapidement devenue la principale entreprise canadienne de formation et de certification professionnelle en conditionnement physique au pays. Canfitpro est le plus grand fournisseur canadien de cours de formation dans ce secteur. Fondée en 1993, canfitpro offre des prestations accessibles et de qualité : formation, certification, abonnements, colloques et salons professionnels. Parmi les milliers de membres de canfitpro figurent certains des meilleurs professionnels en conditionnement physique, exploitants de centre de santé, fournisseurs spécialisés et

adeptes du conditionnement physique du monde. Entre autres activités, canfitpro organise le Colloque international sur le conditionnement physique à Toronto, le plus important du monde, qui accueille chaque année plus de 12 000 délégués et visiteurs. En outre, canfitpro offre les programmes de certification nationale les plus complets au Canada (instructeurs de conditionnement physique, entraîneurs personnels, directeurs de programme) et dans diverses spécialités (nutrition et conditionnement physique, santé prénatale et postnatale, santé physique et spirituelle, et conditionnement sportif). En plus de favoriser l'apprentissage et l'échange d'idées chez les professionnels du conditionnement physique (et, par conséquent, la mise en œuvre de l'excellence opérationnelle), canfitpro offre une plateforme de collaboration et de motivation mutuelles (chez les membres et chez les employés). Bref, elle offre aux professionnels du conditionnement physique la confiance, les compétences et la passion nécessaires pour contribuer à améliorer la santé et le bien-être des Canadiens.

Médias sociaux

GoodLife a également tiré un excellent parti des médias sociaux pour rester au fait des besoins de ses membres et pour maintenir l'excellence opérationnelle. M. Patchell-Evans considère les médias sociaux comme une bénédiction et les utilise pour être au courant de l'expérience et du degré de satisfaction des clients. Selon lui, « si vous faites du bon travail, la nouvelle se répand rapidement et tout le monde en entend parler. Toutefois, si votre travail laisse à désirer, la nouvelle peut se répandre tout aussi rapidement, mais vous pouvez y remédier immédiatement parce que vous savez ce que disent les clients ».

Vu la participation accrue des utilisateurs, les médias sociaux sont devenus de plus en plus importants en marketing commercial. GoodLife est en mesure d'utiliser les plateformes des médias sociaux pour répondre activement aux perceptions et aux observations de ses clients, ce qui permet à la société de régler rapidement les problèmes pouvant survenir dans ses centres, tout en rehaussant les aspects que les clients apprécient. En misant activement sur le marketing au moyen des médias sociaux, GoodLife peut aussi attirer un réseau de clients éventuels grâce aux recommandations individuelles en ligne, ce qui accroît sa clientèle et la notoriété de la marque.

Au moment de rédiger le présent document, la page Facebook de GoodLife arbore plus de 86 000 « j'aime » et plus de 417 000 visites. Cette page annonce les prochaines activités d'appréciation des membres, que la société organise chaque trimestre et où elle offre gracieusement des casse-croûte, des boissons, un planificateur de séances d'entraînement personnelles et des

prix pour ses membres. La page Facebook présente des photos d'événements importants, qu'il s'agisse de l'inauguration d'un nouveau centre ou d'une course commanditée par GoodLife. La société utilise également cette plateforme pour faire part de témoignages personnels stimulants de ses membres et de ses employés. On y trouvait récemment le témoignage d'un employé de GoodLife qui venait de surmonter un cancer. Cet instructeur de cours en groupe conservait une attitude optimiste (l'une des valeurs fondamentales de GoodLife) et restait actif en continuant de participer aux programmes d'exercices offerts par la société. Ce témoignage a reçu plus de 150 « j'aime » en moins de deux semaines, ainsi que de nombreux commentaires de motivation et de soutien de la part d'utilisateurs de Facebook du monde entier.

Acquisitions

En plus de voir à sa croissance organique, GoodLife a aussi procédé à des acquisitions, dont celle d'Extreme Fitness en 2013.

L'une des principales difficultés liées aux opérations d'acquisition tient à l'intégration de deux cultures organisationnelles distinctes. Dans le cas de l'acquisition d'Extreme Fitness, par exemple, il était essentiel d'assurer une transition harmonieuse au cours de la transaction pour conserver les employés et les clients de l'entreprise. La majorité des employés d'Extreme Fitness ont été embauchés pour occuper des postes semblables chez GoodLife, ce qui a préservé la continuité des activités et le moral des employés. L'objectif essentiel reste d'offrir aux membres une expérience exceptionnelle et de réaliser la vocation de la société. « Nous allons assimiler ces centres et intégrer leur culture à celle de GoodLife. Nous ne prétendons pas à la perfection, mais nous avons pour principe de base de nous occuper des personnes », affirme M. Patchell-Evans.

La capacité de la société de faire adhérer les nouveaux centres à la culture de GoodLife était essentielle à une intégration réussie. Elle a aussi permis d'accroître la rentabilité de ces nouveaux centres, la culture commune ayant facilité la mise en œuvre d'initiatives d'excellence opérationnelle.

Résumé des principales constatations

Les efforts de GoodLife pour créer de la valeur pour l'actionnaire au moyen de l'excellence opérationnelle ont fait de la société la plus grande entreprise de conditionnement physique du Canada et la quatrième en importance dans le monde. La société a également misé sur l'innovation, la mobilisation des employés, les acquisitions stratégiques et la gestion rigoureuse des capitaux afin de créer de la valeur pour l'actionnaire. GoodLife a établi une solide

culture organisationnelle axée sur l'objectif commun de l'entreprise. La société stimule la mobilisation de ses employés et motive ces derniers à s'efforcer constamment d'atteindre l'excellence dans leurs fonctions respectives. GoodLife emploie une approche ciblée de ses opérations pour rester étroitement à l'écoute des préoccupations des membres en utilisant des plateformes de médias sociaux et en offrant un service personnalisé de suivi afin de régler les problèmes le plus rapidement possible. Par son souci du bien-être de ses employés et de ses membres, GoodLife s'est forgé une solide image de marque et une vaste clientèle actuelle et éventuelle, d'où la création de valeur à long terme pour l'actionnaire.

Cineplex Inc.

Cineplex Inc. (Cineplex) (CGX à la Bourse TSX) est l'une des principales entreprises de divertissement du Canada. Elle exploite un réseau de cinémas entièrement numérisés parmi les plus modernes du monde, qui compte 161 cinémas et 1 630 écrans au Canada. De 2009 à 2013, la société a affiché une forte croissance de ses résultats d'exploitation, comme le montre le Tableau 15 :



Tableau 15. Résumé financier de Cineplex

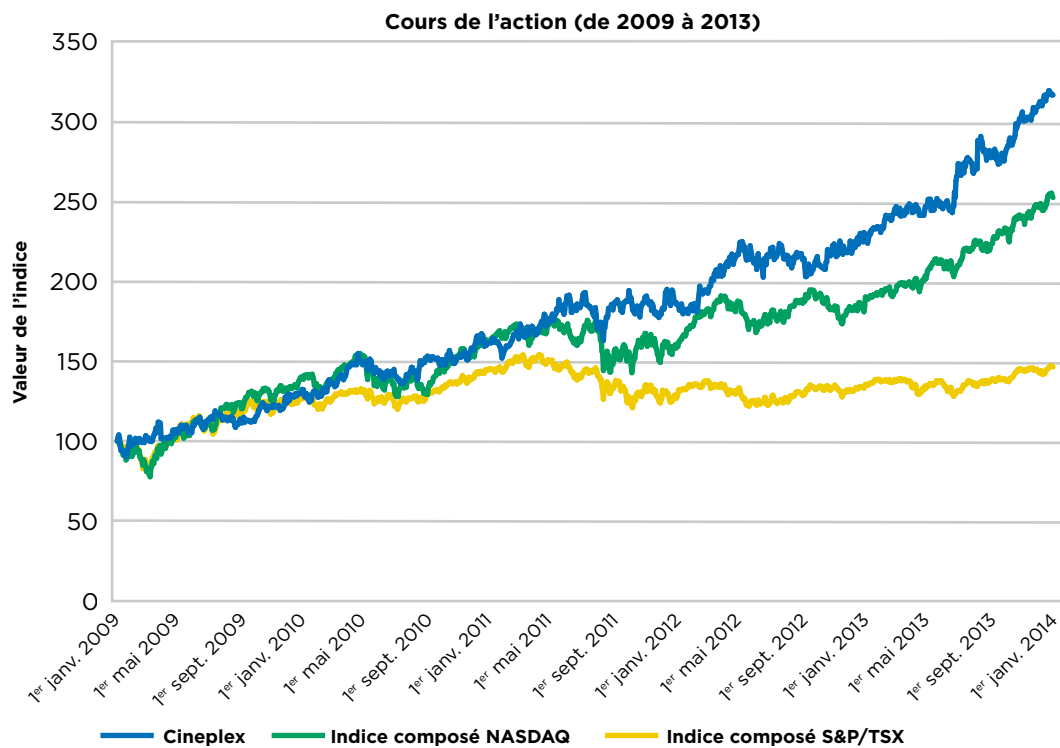
	2009	2010	2011	2012	2013	TCAC
En millions \$ CA, sauf les chiffres par action et par client et le nombre de cinémas						
Total des produits d'exploitation	964	1 006	998	1 092	1 171	4,0 %
Bénéfice d'exploitation	82	91	102	138	124	8,6 %
Bénéfice net	53	50	49	120	84	9,3 %
Valeur comptable nette	612	612	622	747	748	4,1 %
Résultat par action	0,96 \$	0,89 \$	0,86 \$	1,98 \$	1,33 \$	6,8 %
Dividende par action	1,26 \$	1,26 \$	1,28 \$	1,33 \$	1,41 \$	2,3 %
Dette par rapport au capital total	0,38	0,40	0,31	0,19	0,31	-4,1 %
Cours moyen de l'action						
	15,46 \$	20,17 \$	24,71 \$	29,14 \$	36,94 \$	19,0 %
Nombre de clients						
	69 997	68 989	66 059	71 198	72 703	0,8 %
Produits des salles de cinéma par client	8,30 \$	8,67 \$	8,74 \$	8,97 \$	9,15 \$	2,0 %
Produits des concessions par client	4,12 \$	4,27 \$	4,41 \$	4,63 \$	4,82 \$	3,2 %
Autres produits par client	1,36 \$	1,65 \$	1,96 \$	1,74 \$	2,14 \$	9,5 %
Nombre d'écrans en fin d'exercice						
	1 329	1 362	1 352	1 449	1 630	2,2 %

Source : S&P Capital IQ et rapports annuels

Les produits d'exploitation ont connu une hausse relativement modeste, mais Cineplex a créé de la valeur pour l'actionnaire en accroissant son bénéfice, résultat de la mise en œuvre de programmes novateurs. Il convient également de souligner le recours modéré au financement par emprunt dans la structure financière de la société.

Entre le 31 décembre 2009 et le 31 décembre 2013, le cours de l'action de Cineplex a augmenté de plus de 240 %, passant de 18,33 \$ à 44,06 \$ l'action. Cette croissance représente plus de deux fois celle de l'indice composé S&P/TSX, qui a affiché une hausse de 116 % au cours de la même période (Tableau 16).

Tableau 16. Cours de l'action de Cineplex, de 2009 à 2013



Source : S&P Capital IQ

Le succès de Cineplex est d'autant plus remarquable que la société a dû composer avec la croissance des options de divertissement à domicile et de visionnement en ligne. Face à ces tendances, bon nombre d'observateurs spécialisés avaient prédit la disparition des cinémas traditionnels.

Toutefois, Cineplex a surmonté ces difficultés en misant sur l'innovation. En l'occurrence, la société s'emploie à cerner ses compétences de base et à trouver des façons novatrices d'exploiter ces capacités. C'est ainsi qu'elle a lancé de nouveaux produits et trouvé de nouvelles façons d'exploiter son réseau de cinémas et de fidéliser sa clientèle.

Nouvelles prestations

En instaurant un contexte fondé sur l'attention aux besoins de sa clientèle, Cineplex a compris que les gens recherchaient une expérience distincte et plus agréable que celle qu'ils obtenaient à la maison pour être incités à aller au cinéma. En conséquence, Cineplex a lancé UltraAVX, prestation exclusive comprenant la réservation des places, des écrans surdimensionnés, la projection numérique, un son perfectionné et des sièges confortables. Cineplex a aussi lancé les cinémas VIP, prestation réservée aux adultes et comprenant salon et cinéma avec permis d'alcool, service au siège et réservation des places. Ces initiatives représentent des prestations supérieures que les clients ont adoptées parce qu'ils estiment qu'elles en valent le coût.

Selon Ellis Jacob, président et chef de la direction de Cineplex, « pour réussir, il faut être de son temps et novateur, surtout dans un contexte de faible croissance. Par exemple, c'est parce que nous avons compris l'évolution des habitudes des cinéphiles que nous avons établi CineplexStore.com, service de téléchargement numérique en ligne de produits de divertissement à domicile ». Cineplex a lancé récemment Super Ticket, prestation novatrice et inclusive qui permet aux clients d'acheter des billets de cinéma tout en commandant à l'avance le téléchargement numérique UltraViolet d'un film. La boutique en ligne de Cineplex offre également d'autres films à louer ou à vendre.

Cineplex a toujours adopté les nouvelles technologies, dont les films numériques en relief (3D) et IMAX et des nouveautés encore moins conventionnelles comme les simulateurs D-Box, qui ajoutent l'impression du mouvement au visionnement d'un film. Récemment, la société a lancé sa propre application mobile, qui a été téléchargée plus de 9,0 millions de fois et qui rejoint plus de 15 % des abonnés mobiles canadiens.

Consciente de sa force en matière de concessions commerciales, Cineplex a étendu ses offres de produits en transformant ses activités de concession en centre commercial tout en faisant la promotion de Poptopia et de Outtakes Backstage Bistro, deux marques appartenant à la société. Les concessions représentent le deuxième secteur d'activité de Cineplex au chapitre de la rentabilité (après son secteur des médias) et cette innovation a dégagé des bénéfices importants. Comme le montre le Tableau 15, les produits des concessions ont augmenté plus rapidement que le nombre de clients, ce qui a accru la rentabilité.

Mise à profit de l'infrastructure

Cineplex a créé de la valeur pour l'actionnaire grâce à l'innovation, tant dans ses cinémas qu'au moyen d'initiatives connexes. Par exemple, la société a étendu ses prestations cinématographiques de base en offrant non seulement la projection de films, des services de restauration, des salles de réception et des aires de jeux, mais aussi une programmation distincte appelée « Événements Premières loges », qui permet aux cinéphiles de voir sur grand écran des productions théâtrales, des opéras, des concerts et des événements sportifs produits à l'échelle nationale.

En effet, Cineplex a compris que l'un de ses principaux atouts tenait à son vaste réseau de cinémas. La société s'est aussi rendu compte que son infrastructure ne se prêtait pas uniquement à la projection de films. En attirant plus de clients dans ses cinémas plus souvent, Cineplex a su tirer parti de ses frais fixes et dégager des revenus supplémentaires en offrant des prestations à marge élevée, dont les ventes des concessions. En outre, Cineplex a exercé une gestion rigoureuse des capitaux en exploitant son infrastructure existante au lieu de construire de nouveaux cinémas, dégageant ainsi des bénéfices supplémentaires sans investissement important, ce qui a aussi servi à créer de la valeur pour l'actionnaire.

Clientèle

Une autre grande force de Cineplex tient à sa part considérable du public cinéophile. Ses cinémas accueillent environ 77 millions de clients par année. Maintenir la fidélité et l'intérêt des cinéphiles est essentiel au succès à long terme de la société. À cet égard, Cineplex a lancé SCÈNE, seul programme de fidélisation dans le domaine du divertissement au Canada. Cette initiative conjointe de Cineplex et de la Banque Scotia connaît un grand succès. Au premier trimestre 2014, plus de 5,6 millions de membres étaient inscrits au programme de fidélisation SCÈNE, auquel se sont greffés divers programmes menés avec d'autres partenaires, dont Adidas, Cara Foods, Rogers Communications et Virgin Mobile. Le programme SCÈNE a permis à Cineplex de fidéliser sa clientèle.

En plus des cinéphiles, Cineplex compte une forte clientèle d'entreprises. Aujourd'hui, Cineplex Media offre aux entreprises clientes des créneaux publicitaires à l'écran, dans le hall (affichage dynamique numérique), dans la revue numérique Cineplex ainsi qu'au moyen de l'affichage dynamique numérique dans les centres commerciaux et les tours à bureaux, des applications mobiles et des ventes en ligne à www.cineplex.com. L'augmentation notable des « autres produits » (Tableau 15) témoigne du succès de cette initiative, qui s'est traduite par une hausse importante du bénéfice d'exploitation.

Acquisitions

1) Acquisitions opportunistes

En octobre 2013, Cineplex a fait l'acquisition, auprès d'Empire Theatres Limited, de 24 cinémas situés dans le Canada atlantique, consolidant ainsi son marché après qu'Empire ait décidé de se concentrer sur son secteur de l'épicerie.

L'acquisition a valu à Cineplex une présence à l'échelle nationale, puisqu'elle possède des cinémas dans les dix provinces. À la suite de cette transaction, la direction espère dégager des flux de trésorerie supplémentaires grâce à la croissance des ventes et à l'amélioration de l'exploitation, attribuable à ses compétences en exploitation et en programmation, alliées à ses programmes axés sur le merchandising, les médias, le marketing et le programme interactif de fidélisation SCÈNE, qui seront désormais offerts à l'échelle nationale.

2) Acquisitions stratégiques

Fort de ses compétences dans le secteur des médias, Cineplex a fait en 2013 l'acquisition d'EK3 pour accroître sa clientèle du nouveau secteur de l'affichage dynamique numérique. EK3 (rebaptisée depuis « Cineplex Digital Networks ») est une entreprise de publicité numérique extérieure qui exerce ses activités dans 32 États américains et au Canada et qui compte parmi ses clients Tim Hortons, McDonald's, Walmart et Target. EK3, qui n'était pas présente dans le secteur du cinéma, s'ajoute au secteur de l'affichage dynamique numérique de Cineplex tout en offrant des perspectives de croissance au Canada et aux États-Unis.

Cineplex Digital Solutions s'est ajoutée tout naturellement à Cineplex Media pour offrir aux clients un service complet de solutions numériques (gestion de projets, services de création, exploitation de réseau, conception de systèmes et stratégie et ventes médiatiques). Cineplex conçoit, installe, entretient et exploite des réseaux d'affichage dynamique numérique pour divers secteurs d'activité, dont le commerce de détail, les services financiers et le tourisme réceptif. La société tire parti de sa vaste expérience des ventes médiatiques, alliée à son infrastructure de divertissement et à ses prestations distinctives, pour s'adapter à certains clients. Avant l'acquisition d'EK3, les revenus du secteur des médias numériques de Cineplex ont affiché au cours de l'exercice 2012 une forte croissance de 28 % par rapport à l'exercice précédent.

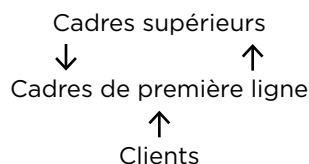
Culture d'innovation

L'innovation ne s'improvise pas; elle doit être cultivée dans un contexte favorable. Cineplex adopte une conception progressive de la gestion des risques, où les employés sont encouragés à prendre certains risques et où il vaut mieux faire des erreurs et en tirer des enseignements que de ne prendre aucune

décision. C'est ce contexte entrepreneurial qui favorise l'innovation. D'un point de vue général, Cineplex voit de la valeur pour l'actionnaire non seulement dans ses résultats financiers, mais aussi dans la satisfaction de ses employés et de ses clients. Le souci de la communication est également enraciné dans les principes d'exploitation de la société.

L'importance d'une communication bilatérale permanente entre les cadres supérieurs, qui possèdent une vision de la société, et les cadres de première ligne, qui sont en contact avec le client, est essentielle à l'établissement de cette culture d'innovation.

Communication bilatérale



À cet égard, Cineplex organise chaque année une discussion ouverte au cours de laquelle les directeurs généraux sont invités à faire part de leurs idées sur les façons d'améliorer la société en misant sur l'innovation et l'excellence opérationnelle. « La discussion de cette année a généré une quarantaine d'idées réalisables. Les cadres de première ligne ont une meilleure connaissance des besoins réels de l'organisation; nous encourageons la communication ascendante de nouvelles idées », affirme Pat Marshall, vice présidente, Communications et relations avec les investisseurs de Cineplex.

En effet, Cineplex a compris que ses meilleures idées en matière d'innovation et d'excellence opérationnelle provenaient des employés de première ligne, qui sont tous les jours en contact avec les clients. La société a appris que la mise en œuvre relativement rapide de ces idées constituait également un facteur essentiel au succès de l'innovation.

Résumé des principales constatations

L'expérience de Cineplex constitue un excellent exemple de la façon dont les initiatives complémentaires que sont l'innovation, la mobilisation des employés, l'excellence opérationnelle, les acquisitions opportunistes et stratégiques, et la gestion rigoureuse des capitaux peuvent créer de la valeur pour l'actionnaire. La société n'a pas transformé radicalement ses activités. Elle s'est plutôt efforcée d'établir une culture propice à l'innovation et de trouver des façons de tirer parti de ses points forts (dont sa clientèle et son réseau de cinémas) pour lancer des produits et services complémentaires en plus de ceux qu'elle offrait déjà. Cette démarche nécessite la mobilisation des cadres de première

ligne, qui sont au fait des tendances et de l'évolution des besoins, des intérêts et des désirs des clients. Vu l'importance de la structure des coûts fixes de Cineplex, les revenus supplémentaires, notamment ceux du secteur des médias de la société (qui comprend Cineplex Media et Cineplex Digital Media) et des concessions commerciales, se sont traduits par des bénéfices nettement supérieurs sans qu'il soit nécessaire de déboursier d'autres capitaux importants. Ce facteur aussi crée de la valeur pour l'actionnaire.

Conclusions

Les cadres dirigeants devront sans doute faire face à plusieurs années de faible croissance économique et aux difficultés qui s'y rattachent. Ils devront déterminer quelles initiatives seront les plus susceptibles de créer de la valeur pour l'actionnaire au sein de leur organisation. Toutefois, ils peuvent s'inspirer des mesures fructueuses prises par des sociétés comme Constellation Software, Birch Hill Equity Partners, GoodLife Fitness Clubs et Cineplex Inc., soit :

- adopter une approche rigoureuse des acquisitions et mettre en œuvre les meilleures pratiques dans les petites entreprises acquises, au lieu de tenter de réaliser des acquisitions importantes à prix élevé;
- exercer une gestion rigoureuse des capitaux et, notamment, gérer le fonds de roulement et les besoins en dépenses d'investissement au sein de l'entreprise;
- s'efforcer d'atteindre l'excellence opérationnelle, tant dans l'entreprise d'origine que dans les entreprises nouvellement acquises;
- connaître les points forts au sein de leur organisation et trouver des façons novatrices d'exploiter l'infrastructure existante.

Afin d'accroître les chances de succès, ces initiatives doivent reposer sur un contexte entrepreneurial présentant les caractéristiques suivantes :

- une solide équipe de direction qui prône une communication ouverte et fréquente;
- une culture organisationnelle soutenue par des employés extrêmement motivés;
- l'attention aux besoins des clients;
- une structure financière qui fait peu appel à l'emprunt;
- une conception progressive de la gestion des risques;
- une perspective à long terme de la création de valeur pour l'actionnaire.

L'auteur

Howard E. Johnson, MBA, FCPA, FCA, FCMA, EEE, CPA, CFA, ASA, CF, C.Dir.

Howard E. Johnson est directeur général au sein de Veracap M&A International Inc. (www.veracap.com) et de sa société sœur, Campbell Valuation Partners Limited. Il conseille des propriétaires d'entreprise, des cadres dirigeants et des conseils d'administration en matière d'acquisitions, de dessaisissement, de financement et de valeur pour l'actionnaire. M. Johnson est aujourd'hui président de M&A International, qui regroupe 600 professionnels de la finance d'entreprise dans 40 pays. Auteur de sept ouvrages portant sur l'évaluation d'entreprise et la finance d'entreprise, il agit également comme témoin expert en matière de questions d'évaluation complexes devant les tribunaux.

Remerciements :

Des remerciements particuliers s'adressent à Kevin Tremblay, Maylin Cui et Stephanie Lau pour leur apport à la rédaction du présent document.



CPA

COMPTABLES
PROFESSIONNELS
AGRÉÉS
CANADA

277, RUE WELLINGTON OUEST
TORONTO (ONTARIO) CANADA M5V 3H2
TÉL. 416 977.3222 TÉLÉC. 416 977.8585
WWW.CPACANADA.CA