



**OBSERVATOIRE  
DE LA VALEUR  
DES MOYENNES  
ENTREPRISES**

>

7<sup>EME</sup> EDITION  
Octobre 2017



**CNCC**  
COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

# EDITO



La rupture technologique contemporaine est un véritable phénomène qui bouleverse pratiques, usages et business plan.

Nous vivons une profonde transformation de nos repères industriels et entrepreneuriaux. Et pour ne citer que cet exemple, il se crée dans le monde 10000 start-up par an et de l'ordre de 500 en France, avec un rythme qui ne fait qu'accélérer et amplifier les volontés des créateurs et financeurs comme celles de leur environnement.

De la distribution aux secteurs du service, de l'hôtellerie aux transports, de l'édition à la santé, tous ces secteurs, y compris ceux que l'on croyait les plus traditionnels, sont impactés par la rupture technologique.

L'innovation est d'une force jusque-là inconnue, incomparable même, par rapport aux précédentes révolutions économiques.

Si de tels bouleversements démontrent la nécessité d'une réponse politique adaptée et efficace, il en est de même pour ce qui concerne l'évaluation de ce regain de croissance économique, attendu par tous nos concitoyens.

Pour toutes les entreprises, la portée et l'importance de l'évaluation deviennent donc primordiales pour apporter un repère à tous ceux qui souhaitent investir dans une économie dynamique.

Bien entendu les commissaires aux comptes sont pleinement légitimes pour participer à cette démarche d'évaluation.

Cette 7<sup>ème</sup> édition de l'Observatoire de la valeur des moyennes entreprises apporte des indicateurs clés de leur valeur, et c'est une façon de mieux comprendre et appréhender les PME et les ETI, en mettant en lumière les conditions de leur succès et en décryptant leurs difficultés.

L'enjeu essentiel est d'éclairer tous les acteurs du financement et de l'accompagnement.

Une nouvelle fois, j'espère que cette nouvelle édition de l'Observatoire répondra aux attentes de tous les lecteurs et je remercie toutes celles et tous ceux qui y ont contribué.

**Jean Bouquot**  
Président de la CNCC



# SOMMAIRE

## **Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises ..... 4**

1. Evolution des multiples de Moyennes  
Entreprises en France
2. Evolution de l'activité M&A / LBO
3. Structure du marché et typologie des  
acquéreurs
4. Impact des marchés action / PME-ETI

## **Le coût des quasi-fonds propres ..... 7** par le Professeur Ph. Raimbourg



# OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES



## 1. Évolution des multiples de Moyennes Entreprises en France

Évolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15m€ et 50m€ de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian – Graphe 1

Elles constituent un segment de l'Indice Argos Mid Market (transactions de la zone euro entre 15m€ et 500m€), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison - Graphe 2.

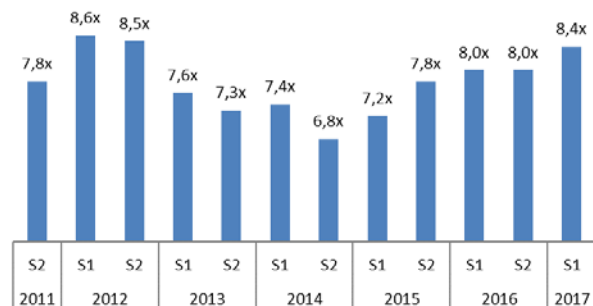
- Les prix des moyennes entreprises françaises sont en hausse de 5% au 1er semestre 2017 à 8,4x EBITDA, une progression plus rapide que celle des prix de la zone euro (+2,3%). L'écart, de 0,4x d'EBITDA, continue de se réduire.
- La valorisation des ME françaises bénéficie d'un contexte particulièrement favorable, lié à l'amélioration des perspectives de croissance, à la poursuite de la politique monétaire ultra accommodante de la BCE, à la hausse continue des marchés actions, ainsi qu'à la victoire du programme réformiste d'Emmanuel Macron.

## 2. Évolution de l'activité M&A / LBO

Évolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15m€ et 50m€ de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian – Graphe 1

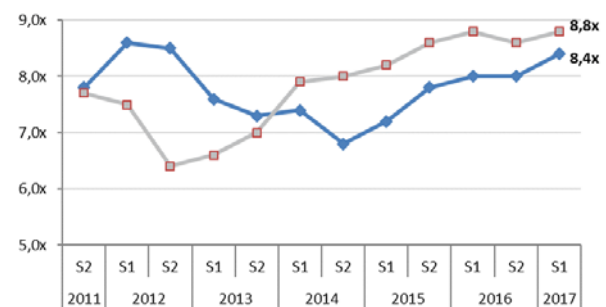
- L'activité M&A des ME françaises est stable en volume au 1er semestre 2017, en baisse de 23% en valeur (bien que le niveau reste élevé).
- Cette situation contraste avec la croissance du marché M&A français global ce semestre, en hausse de 17% en valeur, portée par la confiance retrouvée des investisseurs après une période d'incertitude politique.
- Le renversement du sentiment des investisseurs envers la zone euro, et plus particulièrement envers la France à la fin du semestre, semble mettre un peu plus de temps à se matérialiser dans l'activité M&A non cotée.

Graph 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises  
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



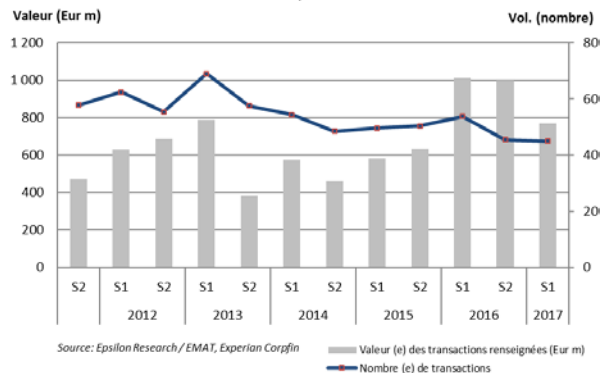
Source: Epsilon Research / EMAT

Graph 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro  
Médiane, VE/EBITDA historique



Source: Epsilon Research - Index Argos Mid Market (zone euro), recalculé sur 12m glissants

Évolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises  
France, 15-50m€ VFP



Source: Epsilon Research / EMAT, Experian Corpfin

### Méthodologie

#### 1. Evolution des prix

Echantillon: acquisitions majoritaires (M&A, LBO) de PME françaises, tous secteurs, 15-50m€ de valeur de fonds propres (VFP)  
L'échantillon retenu représente ~1/4 des transactions du marché  
Multiple: Valeur d'Entreprise (VE)/EBITDA historique médian sur 12 mois glissants

Source : base EMAT d'Epsilon Research

#### 2. Evolution de l'activité M&A / LBO

Périmètre: acqu. majoritaires, cibles : PME françaises, 15-50m€ VFP  
Activité en valeur: valeur cumulée des deals déclarés / en volume : estimée (ME comptabilisées + part estimée des deals sans prix)

### Informations complémentaires (en ligne):

[www.epsilon-research.com/Market/CNCC](http://www.epsilon-research.com/Market/CNCC)

Historique de l'évolution des multiples, et de l'activité du marché M&A /LBO  
Liste des transactions M&A sous-jacentes  
Statistiques de l'échantillon  
Méthodologie détaillée

> Accès réservé aux membres de la CNCC et à nos lecteurs



## OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

### 3. Structure du marché et typologie des acquéreurs

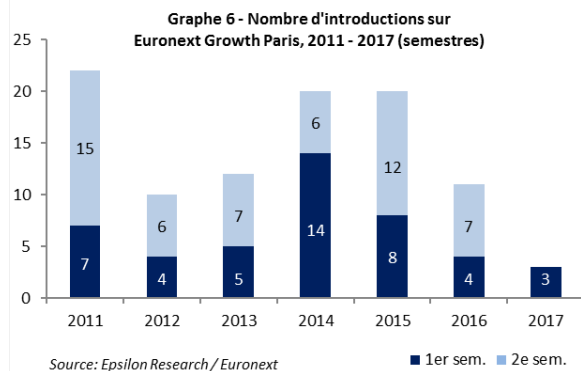
**Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés).**

- L'activité du capital-transmission des ME françaises a représenté 31% de l'activité M&A ce semestre, un niveau très élevé bien qu'en léger repli par rapport à 2016. Elle est restée stable en volume comme en valeur par rapport au 2e semestre 2016, toujours portée par le niveau record des levées de fonds et des capitaux restant à investir.
- L'activité M&A des acquéreurs industriels est restée stable en volume mais a baissé d'un tiers en valeur. Comme en 2016, les acquéreurs français non cotés (qui représentent sur les 12 derniers mois plus de 75% des opérations) ont été beaucoup plus dynamiques que les acquéreurs étrangers et que les grandes entreprises cotées.

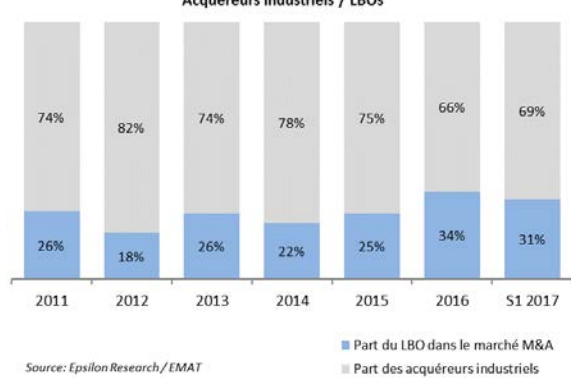
### 4. Impact des marchés action / PME-ETI

**Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.**

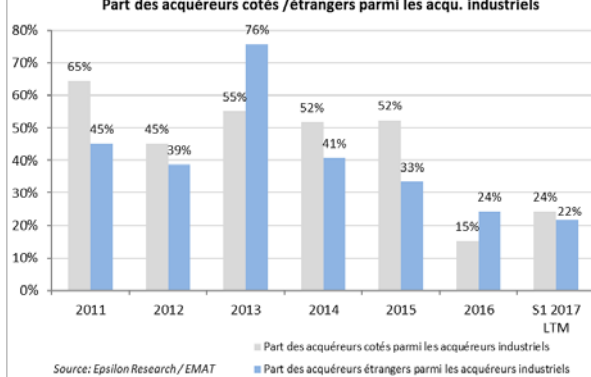
- Seules trois introductions ont été réalisées sur Euronext Growth Paris au 1er semestre malgré la forte hausse de l'indice All-Share (+16,4%). Comme pour le M&A non coté, les introductions en bourse n'ont pas encore bénéficié de la confiance retrouvée des investisseurs en raison de la durée de réalisation des opérations.



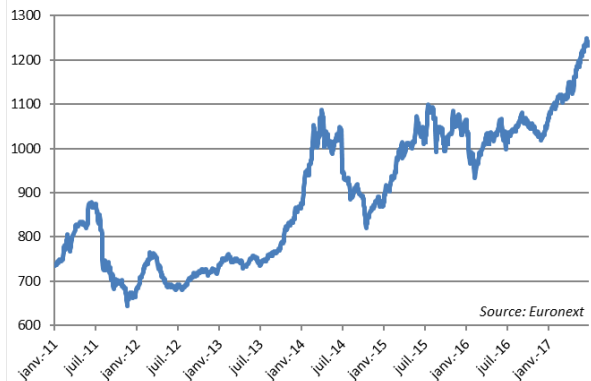
**Grappe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)**



**Grappe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)**



**Grappe 7 - Euronext Growth All-Share Index, 2011 - S1 2017**



#### Méthodologie

Typologie des acquéreurs sur la base des transactions recensées dans la base EMAT d'Epsilon Research  
 Nombre d'introductions sur Alternext comptabilisées par Epsilon, sur la base des informations données sur le site d'Euronext

#### Indicateur & informations complémentaires (en ligne):

> Disponibles gratuitement pour les membres CNCC, à partir d'un compte propre qu'ils peuvent se créer sur : [www.epsilon-research.com/Market/CNCC](http://www.epsilon-research.com/Market/CNCC)  
 > Code à entrer lors de l'inscription : CNCC2016

Epsilon Research a développé depuis 2007 une plateforme d'information financière (outils, bases de données, analyses, indices) pour les professionnels de l'évaluation des sociétés non-cotées, qui intègre la première base de multiples d'acquisitions de PME européennes EMAT.





## OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

### 5. Acquisitions de Moyennes Entreprises françaises en S2 2016 / S1 2017 analysées pour l'Indicateur du 1er semestre 2017

Announced Date	Acquirer	Location (Acq)	Target	DealType
6/20/2017	Edmond de Rothschild Investment Partners (Edrip), Family,	France	Klaxcar	LBO (Leverage Buy Out)
6/13/2017	Sogetrel	France	Eryma	Acquisition of Majority Stake
6/7/2017	Webhelp,	France	Direct medica	Acquisition Majority Stake
6/5/2017	POPY,	France	Amand-Bianic	Acquisition Majority Stake
5/29/2017	Biogroup-LCD	France	Les Laboratoires Associés	Acquisition Majority Stake
5/28/2017	WeAre Aerospace,	France	Ets JC BOUY	Acquisition Majority Stake
5/21/2017	Eléphant Vert,	France	Or Brun	Acquisition Majority Stake
5/19/2017	Private Group backed by EFP Partners, Alliance Entreprendre	France	Rautureau Apple Shoes	MBI (Management Buy In) , SBO
5/17/2017	Capzanine, OtherPrivateShareholders, M Capital Partners - Midi Capital,	France	Groupe Moving	OBO (Owner Buy Out)
5/16/2017	Valco,	France	D2CF	Acquisition Majority Stake
5/16/2017	Private Group led by CM-CIC Investissement	France	ITESA	OBO (Owner Buy Out) ,SBO, Exit
5/11/2017	Private Group led by Ardian	France	Abvent	OBO (Owner Buy Out)
5/3/2017	Ui Gestion, Management, OtherPrivateShareholders,	France	SFEIR	OBO (Owner Buy Out)
4/23/2017	Sucralliance,	France	Verquin Confiseur	Acquisition Majority Stake
4/11/2017	Doehler Group	Germany	Herb's International Service (HIS)	Exit ,Acquisition of Majority Stake
4/10/2017	Management	France	Quadrimes	LBO (Leverage Buy Out)
4/7/2017	Private Group led by NCI Gestion & Unexo	France	Decharenton	MBO (Management Buy Out)
4/6/2017	LDC Groupe	France	Lionor	Acquisition Majority Stake
4/5/2017	Dover	United States	Caldera Graphics	Acquisition of Majority Stake
4/4/2017	Frutarom Industries	Israel	Rene Laurent	Acquisition of Majority Stake
4/1/2017	Private Group led by the owner	France	Genetech	OBO (Owner Buy Out)
3/30/2017	Private Group led by Omnes Capital	France	RGF	MBI (Management Buy In)
3/27/2017	Private Group led by Edmond de Rothschild Investment Partners	France	Potel & Chabot	SBO (Secondary Buy Out) ,Exit
3/26/2017	Climater Groupe,	France	Air Climat	Acquisition Majority Stake
3/8/2017	Azulis Capital	France	Grain d'Or Gel	LBO (Leverage Buy Out)
3/7/2017	Capzanine	France	Geomedia	LBO (Leverage Buy Out)
1/25/2017	Delta Plus	France	Vertic	Acquisition of Majority Stake
1/16/2017	Private Group led by EMZ Partners	France	A2micile	P2P (Public to Private)
1/4/2017	Diaxonhit (ExonHit)	France	Laboratoires Eurobio (Capforce Plus)	Acquisition of Majority Stake
12/20/2016	Spie Batignolles	France	Entreprise Boyer	Acquisition majoritaire
12/19/2016	Sogrethel	France	Sturno Telecom	Acquisition majoritaire
11/29/2016	Dzeta Group, BNP Paribas Développement	France	Delmon Group (Delmon Industrie)	MBO (Management Buy Out)
11/25/2016	Private Group led by Axio Capital Partners	France	SECURINFOR	MBO (Management Buy Out)
11/17/2016	NGE	France	Dacquin	Acquisition majoritaire
11/16/2016	Umanis	France	Cella	Acquisition of Majority Stake
11/8/2016	B Live	France	Transpalux	Acquisition majoritaire
11/8/2016	Private Group led by TCR Capital	France	Laboratoire Lescuyer	MBI (Management Buy In)
11/3/2016	DGF	France	Val de Seine Distribution	Acquisition of Majority Stake
10/11/2016	Société des Eaux Minérales d'Ogeu (Semo),	France	Eaux Minérales Naturelles de Quézac	Acquisition majoritaire
10/6/2016	Scallian (Eurogiel),	France	Alyotech	Acquisition majoritaire
10/3/2016	Nord Capital Partenaires, Bpifrance, Société Générale Capital Partenaires	France	Marcel Jacquart & Fils	MBO (Management Buy Out)
10/3/2016	Gimv, Management, Founder,	France	Groupe ACCEO	MBO (Management Buy Out)
10/2/2016	La Poste,	France	Axeo Services	Acquisition majoritaire
9/29/2016	Private Group led by Pragma Capital	France	TVH Consulting	MBO (Management Buy Out) ,SBO (Secondary Buy Out)
9/29/2016	Private Group backed by Bpifrance, NCI and BNP Paribas Développement	France	Pommier	MBO (Management Buy Out) ,SBO (Secondary Buy Out)
9/28/2016	Le Figaro,	France	La Maison de la Chine et de l'Extrême Orient	Acquisition majoritaire
9/21/2016	Airware,	France	RedBird	Acquisition Majority Stake
9/19/2016	Private Group led by AMS Industries	France	Tara Jarmon	LBO (Leverage Buy Out)
9/16/2016	Private Group led by a Chinese conglomerate	China	AS Nancy-Lorraine (ASNL)	Acquisition of Majority Stake
8/29/2016	McCourt LP	United States	Olympique de Marseille (OM)	Acquisition of Majority Stake
8/23/2016	Private Group led by Siparex	France	Ligier Group (Driveplanet)	SBO (Secondary Buy Out) ,Exit
8/1/2016	Epos	Germany	Tronics Microsystem	Acquisition of Majority Stake
7/28/2016	Management, Multicroissance,	France	Group Rouzes	MBO (Management Buy Out)
7/26/2016	Imerys,	France	Alteo Arc & Alufin	Acquisition majoritaire
7/20/2016	Chronopost	France	Biologicstic	Acquisition of Majority Stake
7/18/2016	Group Dubreuil,	France	Samson Service	Acquisition majoritaire
7/14/2016	Nox Ingenierie,	France	Jacobs France (Nox Industrie & Process)	Acquisition majoritaire
7/12/2016	Private Group led by Activa Capital	France	Atlas for Men	LBO (Leverage Buy Out)
7/11/2016	Corin Orthopaedics	United Kingdom	Tornier Large Joints Business	Acquisition of Majority Stake
7/6/2016	Océalliance - Mariteam,	France	Alliomer	Acquisition majoritaire
7/6/2016	Claranet Group,	United Kingdom	Diademys	Acquisition majoritaire
7/5/2016	Amundi Pef, Capital Croissance, Siparex, Edrip	France	Snadec	SBO (LBO secondaire)
7/4/2016	Synalia,	France	Donjon	Acquisition majoritaire

Source : Epsilon Research / Base EMAT





# Le coût des quasi-fonds propres

## PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



Le financement des entreprises repose sur une dichotomie simple des produits financiers : les titres de propriété d'une part, les titres de créances d'autre part. Cette dichotomie s'est rapidement révélée trop marquée pour être à même d'assurer un financement efficace de l'économie. Les créanciers, représentés principalement par les banques, n'accordent généralement leur faveur qu'aux entreprises pouvant offrir des garanties sérieuses, et en contrepartie de cette absence de prise de risques, leur rémunération est modérée. La quasi-intégralité des risques est portée par les actionnaires, qui, en contrepartie, demandent une rémunération beaucoup plus conséquente.



Ce dualisme, ce tout ou rien en matière de prise de risque, ne peut pas pleinement satisfaire les entreprises et les investisseurs qui ont besoin de solutions de financement et d'investissement plus nuancées. Le besoin en produits intermédiaires s'est rapidement fait sentir.

Ils sont aujourd'hui assez nombreux et le qualificatif d'hybride leur est souvent attribué, bien que l'ensemble des produits financiers regroupés sous ce terme ait des contours un peu fluctuants. Si le coût de la dette par le biais de la notion de taux de rendement actuariel net est parfaitement défini, si le coût des capitaux propres, tout au moins du point de vue de la méthode de calcul, est tout à fait clair, celui des produits financiers hybrides est beaucoup plus incertain. C'est cette question que l'on voudrait aborder dans cet article et dans les suivants. On s'intéressera aux produits hybrides les plus représentatifs.

Le premier d'entre eux est l'obligation convertible. Titre financier largement présent sur les marchés financiers européens, il est aussi très utilisé par les sociétés non cotées. Il connaît des variantes qui modifient plus ou moins sensiblement la nature du produit. Fondamentalement, il s'agit d'un titre de créances qui offre la possibilité au porteur de le convertir en actions : le titre naît dette et le plus souvent meurt action. C'est le prototype même du titre mutant. Des options de rachat avant terme donnent la possibilité à l'émetteur de forcer la conversion et ainsi de mieux contrôler l'effet dilutif. De façon symétrique, mais un peu moins fréquente, des options de revente donnent la possibilité au porteur de se prémunir d'une évolution trop défavorable du cours du sous-jacent. Dans un contexte français, les Océanes permettent de servir au porteur souhaitant convertir des actions nouvelles ou anciennes.

Le coût d'un tel produit se situe bien sûr entre celui de la dette et celui des fonds propres. On pourrait considérer dans un premier temps que ce coût est mutant, à l'instar du produit lui-même : ce serait celui de la dette tant qu'il est en phase obligatoire, et celui des fonds propres dès qu'il est converti. Après conversion, on ne peut être que d'accord avec cette solution. Mais cette méthode de calcul est erronée lorsque la convertible est en phase obligatoire et que son coût est estimé identique à celui de la dette nette d'impôts. Un des avantages de l'obligation convertible est en effet de permettre à l'émetteur de diminuer la rémunération de la composante obligatoire en contrepartie de la faculté de conversion qui permettra au porteur de participer à une augmentation de capital dilutive. Avant conversion, ne retenir comme coût du produit que celui de la dette revient donc à négliger l'option de conversion et son effet dilutif. C'est une vision abusivement optimiste. La convertible contient en germe l'éventualité d'une augmentation de capital dilutive ce qui aura pour effet d'accroître le coût du capital, et cette éventualité doit être prise en compte dès l'émission.

Il faut aussi préciser que depuis les années 2010-11, la plupart des obligations convertibles émises sur le marché financier proposent des clauses de protection des porteurs contre des distributions de dividendes. Les contrats d'émission peuvent prévoir une protection intégrale ou partielle. Prenons le cas d'une protection partielle. Le contrat définit tout d'abord un seuil de dividendes par action versés au cours d'une période donnée (l'année). Il stipule ensuite des règles de réajustement des conditions de conversion. Par exemple, si le dividende par action est supérieur au seuil, le ratio de conversion est réajusté à la hausse de façon à ce que l'excédent de dividendes soit reversé au porteur à la date de conversion sous forme d'une fraction d'action supplémentaire d'action lui permettant de prétendre à



## Le coût des quasi-fonds propres PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

une plus-value plus importante. Parfois, le contrat stipule aussi un ajustement à la baisse lorsque le montant des dividendes est inférieur au seuil prévu. Dans le cas de contrats proposant une protection intégrale en cas de distribution de dividendes, le seuil est fixé à zéro. Avec de telles clauses, on aurait bien tort de considérer qu'avant conversion le coût d'une convertible s'identifie à celui de la seule composante obligataire. Bénéficiant, de façon différée, de la distribution des dividendes, le coût d'un tel produit va, dès l'émission, se rapprocher de celui des capitaux propres.

Comment, dès lors, évaluer le coût d'une convertible en phase obligataire ?

La seule solution est de considérer le coût des deux extrêmes (le coût de la dette nette d'impôts et celui des capitaux propres) et d'en élaborer une moyenne. Les coefficients de pondération de ces deux valeurs sont, à la date du calcul, les probabilités de conversion et de non-conversion, que l'on appliquera au coût des fonds propres pour la première et à celui de la dette pour la seconde. Si l'obligation convertible est cotée, il est possible d'utiliser les modélisations financières fournies par les calculateurs électroniques. Fondées sur le modèle de Black et Scholes, elles permettent d'établir la valeur de

telles probabilités. Si elle n'est pas cotée, on pourra songer aux méthodes utilisées par les agences de notation qui apprécient le « contenu en actions » (*equity content*) des différents produits hybrides. Moody's par exemple retient dans son analyse cinq catégories de produits financiers hybrides : ceux qu'elle estime être 100% dette, puis 75% dette et 25% action, et ainsi de suite jusqu'à 100% action. L'importance des risques supportés par le produit, la position hiérarchique des flux perçus par la convertible dans la cascade des flux versés par l'émetteur, l'aspect très probable de la conversion, sont autant de critères pour effectuer cette classification. Cette appréciation demeure bien sûr assez subjective mais permet une mesure du coût d'une obligation convertible beaucoup plus satisfaisante que de l'identifier au seul coût de la dette.

> Ph. Raimbourg  
Université Panthéon-Sorbonne  
et ESCP Europe.  
Senior advisor associé, BM&A  
Retrouvez nos conférences sur :  
[www.ingefi.academy](http://www.ingefi.academy).







16, avenue de Messine  
75008 Paris  
Tel. +33 1 44 77 82 82  
Fax +33 1 44 77 82 28

[www.cncc.fr](http://www.cncc.fr)