



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

8^{EME} EDITION
Juin 2018



CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

EDITO



Ces dernières années ont été marquées par l'émergence d'une économie de la rupture technologique, véritable phénomène qui bouleverse les pratiques, les usages et même les business models.

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, et leur liste n'est pas limitative, 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 favoriser leurs évolutions, une sorte de repère pour 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 8^{ème} 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

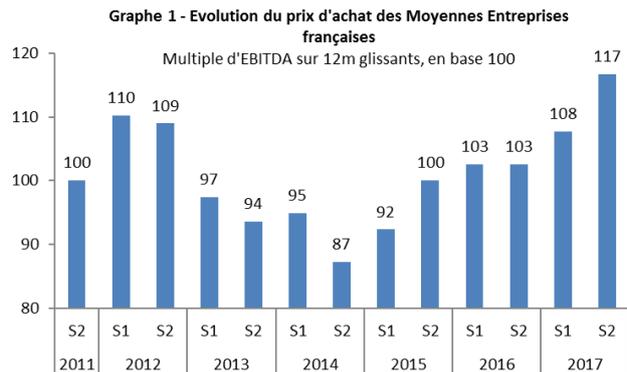
Elles constituent un segment de l'Indice Argos Mid Market (transactions de la zone euro entre 15m€ et 500m€), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison - Graphe 2.

- Les prix des moyennes entreprises françaises sont en forte hausse au 2nd semestre 2017, de plus de 8% par rapport au 1^{er} semestre et de 14% sur un an. L'écart avec les prix de la zone euro, qui poursuivent leur progression, a été résorbé.
- La valorisation des ME françaises bénéficie d'un contexte toujours favorable en Europe pour le M&A (croissance, faible coût du capital), renforcé par le regain de confiance des investisseurs pour la France, lié à la politique réformatrice et « pro-business » du gouvernement.

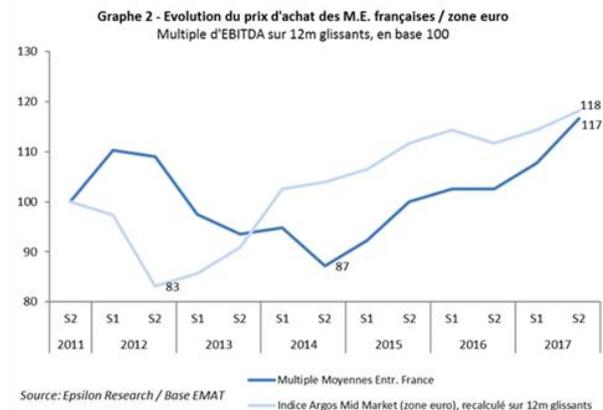
2. Évolution de l'activité M&A / LBO

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

- Le nombre d'acquisitions de ME françaises est en nette progression au 2nd semestre (+12%).
- L'activité est portée par un marché M&A européen très dynamique, tirée par l'accélération de la croissance économique et le mouvement de consolidation intra-européenne.
- Elle bénéficie surtout du changement radical de perception de la France par les acteurs économiques, notamment étrangers, qui s'est traduit par une hausse record du marché M&A français (en valeur) en 2017 et qui commence à se matérialiser dans l'activité M&A non cotée.

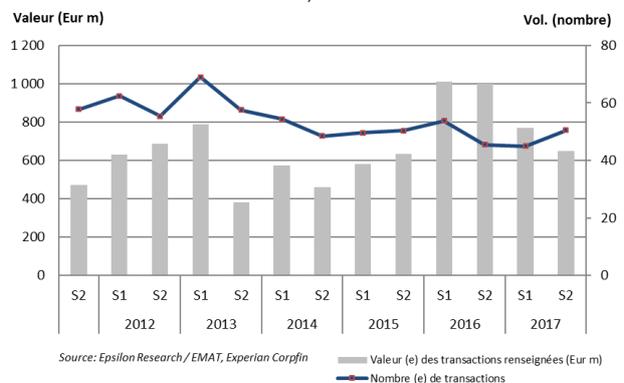


Source: Epsilon Research / Base EMAT



Source: Epsilon Research / Base EMAT

Graph 3 : Evolution 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 des 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

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 23% de l'activité M&A en 2017, un niveau très inférieur à celui de 2016, mais en ligne avec sa moyenne sur 10 ans. La forte concurrence des acquéreurs sur les dossiers et le niveau historiquement élevé des multiples semble freiner l'activité des fonds, malgré le niveau record des capitaux levés et restants à investir.

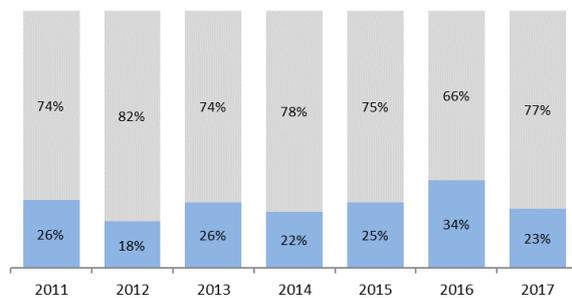
- L'activité M&A des acquéreurs industriels a, en revanche, fortement progressé, tirée par les acquéreurs français (77% des acquéreurs industriels) cotés (46%).

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.

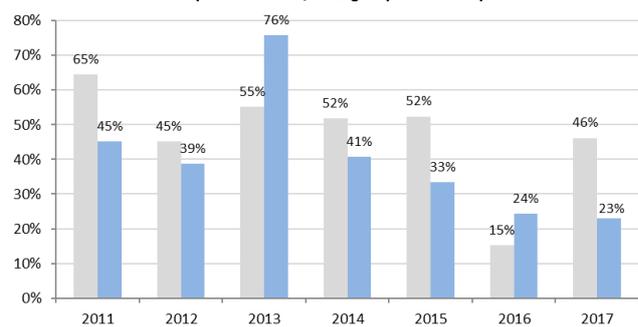
- La hausse continue des marchés action (+11,5% sur le semestre) est en ligne avec celle des prix des ME. Cette hausse a favorisé la politique de croissance externe des sociétés cotées françaises – plus qu'elle n'a renforcé les introductions sur Euronext Growth Paris.

Graphe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Acquéreurs industriels / LBOs



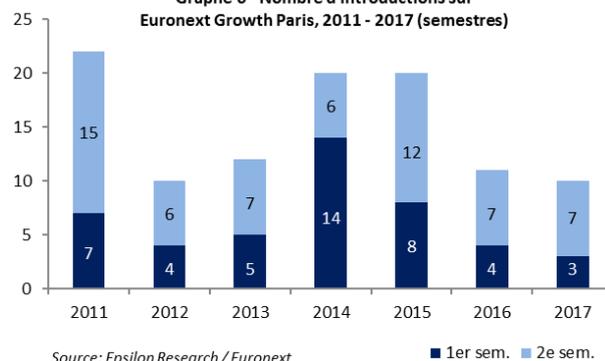
Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Part des acquéreurs cotés /étrangers parmi les acqu. industriels



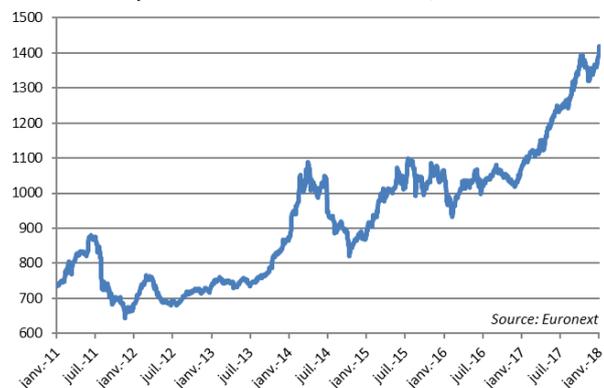
Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 6 - Nombre d'introductions sur
Euronext Growth Paris, 2011 - 2017 (semestres)



Source: Epsilon Research / Euronext

Graphe 7 - Euronext Growth All-Share Index, 2011 - 2017



Source: Euronext

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
> Code à entrer lors de l'inscription : CNCC2016



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

Date d'annonce	Acquéreur	Localisation (Acq)	Cible	Type de deal
12/22/2017	SodaStream	Israel	OPM France	Acquisition of Majority Stake
12/21/2017	Equistone Partners	France	Dugas	Tertiary Buy Out
12/21/2017	Assystem	France	Euro Controle Projet (ECP)	Acquisition Majority Stake
12/19/2017	Private deal backed by Amundi Private Equity	France	Fondasol	SBO (Secondary Buy Out) ,Exit
12/18/2017	Coloplast	Denmark	Lilial	Acquisition of Majority Stake
12/12/2017	Private group led by FCDE	France	Utac Ceram	LBO (Leverage Buy Out)
11/10/2017	Looping Holding	France	Zoo de la Flèche	Acquisition Majority Stake
10/19/2017	Belron France	France	Maisoning	Acquisition Majority Stake
10/17/2017	Accenture	France	Altima	Acquisition Majority Stake
10/8/2017	Private Group led by Montefiore	France	Les Cercles de la Forme	SBO (Secondary Buy Out) ,Exit
10/5/2017	Babilou	France	Kid'S Cool	Acquisition Majority Stake
10/4/2017	Malherbe	France	Groupe Bernard	Acquisition Majority Stake
9/18/2017	Edmond de Rothschild Investment Partners (Edrip), Bpifrance	France	La Vie Saine	MBI (Management Buy In)
9/7/2017	Private deal led by Argos Soditic	France	Zodiac Milpro	SBO (Secondary Buy Out) ,Exit
8/31/2017	Lacoste SA	France	Tecnifibre	Acquisition Majority Stake
8/30/2017	Private Group led by Bridgepoint	United Kingdom	5 à sec	SBO (Secondary Buy Out) ,Exit
7/20/2017	Saveurs & Délices	France	Monbana	Acquisition Majority Stake
7/5/2017	Serfim	France	Bentin	Acquisition Majority Stake
7/3/2017	Private Group Led By Parquest Capital	France	Accés Industrie	P2P (Public to Private) ,Exit
6/27/2017	Thermador Groupe	France	FGInox	Acquisition of Majority Stake
6/20/2017	Edmond de Rothschild Investment Partners (Edrip), Bpifrance	France	Klaxcar	LBO (Leverage Buy Out)
6/20/2017	Dassault Système	France	Outscale	Acquisition Majority Stake
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
5/30/2017	Agro Invest, Capital Grand Est	France	TSA Inox	MBI (Management Buy In)
5/29/2017	Biogroup-LCD	France	Les Laboratoires Associés	Acquisition Majority Stake
5/29/2017	Novomed	France	Mediq France	Acquisition Majority Stake
5/28/2017	WeAre Aerospace	France	Ets JC BOUY	Acquisition Majority Stake
5/23/2017	Private Group led by BlueGem Capital	England	Big Groupe (Big Fernand)	LBO (Leverage Buy Out)
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 (Secondary B
5/17/2017	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 (Secondary Buy Ou
5/16/2017	Atalian Global Services	France	Facicom Services Group France	Acquisition Majority Stake
5/11/2017	Private Group led by Ardian	France	Abvent	OBO (Owner Buy Out)
5/3/2017	Ui Gestion	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	QuadrimeX	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	Accor	France	Availpro (Siriona)	Acquisition of Majority Stake
4/5/2017	Dover	United States	Caldera Graphics	Acquisition of Majority Stake
4/5/2017	Ledunfly	Switzerland	The Wine Merchant	Acquisition 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
3/16/2017	Marcel Robbez Masson	France	Christian Bernard	Acquisition of Majority Stake
3/8/2017	Azulis Capital	France	Grain d'Or Gel	LBO (Leverage Buy Out)
3/7/2017	Capzantine	France	Geomedia	LBO (Leverage Buy Out)
2/1/2017	Private Group led by Naxicap Partners	France	Pisoni Publicité	MBO (Management Buy Out) ,MBI (Managem
1/25/2017	Delta Plus	France	Vertic	Acquisition of Majority Stake
1/24/2017	American Hospital of Paris	France	Centre Clinique de la Porte de Saint-Cloud	Acquisition 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



Le coût des quasi-fonds propres - 2

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



Depuis 1992 et jusqu'au premier semestre de l'année dernière le marché boursier parisien a régulièrement accueilli des émissions d'obligations convertibles synthétiques. Nous nous proposons de les examiner dans cette note.

Quel est l'enjeu ?

Il s'agit d'attirer des investisseurs en émettant des titres de créances qui se comportent financièrement comme des obligations convertibles mais qui n'exposent pas l'émetteur à un quelconque risque de dilution, tant du bénéfice par action que du droit de vote.



Ces titres présentent ainsi pour l'émetteur tous les avantages des obligations convertibles (un coupon très réduit, voire inexistant) en lui permettant d'échapper à leur inconvénient majeur (le risque dilutif). La rémunération de l'investisseur se ramène à une promesse de plus-value, et lorsqu'une entreprise est confrontée à des perspectives prometteuses, se traduisant par une volatilité élevée, on comprend qu'elle soit tentée par ce type d'émission.

Ces titres ne portent pas la dénomination d'obligations convertibles synthétiques. Ils apparaissent comme des titres de créances ordinaires et sont traités comme tels en comptabilité sociale. La question qui se pose est bien sûr comment donner à une obligation ordinaire les caractéristiques financières d'une obligation convertible, sans pour autant lui faire perdre, d'un point de vue juridique et comptable, sa dénomination d'obligation ordinaire.

La caractéristique financière essentielle d'une obligation convertible se résume en un mot : la convexité. On désigne par-là cette capacité de l'obligation à suivre l'évolution du cours de l'action à la hausse mais de bénéficier d'un plancher en cas d'évolution à la baisse. En ce qui concerne le suivi de l'évolution à la hausse, il est impossible de conférer à un titre obligataire les mêmes modalités de rémunération qu'une action, c'est-à-dire d'indexer sa rémunération sur le niveau des bénéficiaires. En revanche, rien n'interdit d'indexer sa rémunération sur le cours de l'action. Si pour le financier, cette solution est assez proche d'une indexation sur les bénéficiaires (la valeur d'une action étant égale à la somme des bénéfices par action anticipés et actualisés), d'un point de vue juridique un lien aussi direct entre bénéfice et valeur de l'action n'est pas établi. Les convertibles synthétiques proposent

donc que la valeur de remboursement du titre soit fonction du ratio (cours de l'action au terme de l'obligation – cours de l'action à la date d'émission) / (cours à la date d'émission).

Pour ce qui est de la limitation de l'évolution à la baisse, on sait qu'une solution usuelle est de nature optionnelle : une option de vente accordée à l'investisseur peut conférer à l'obligation un prix plancher égal au prix d'exercice de l'option de vente. Ce n'est pas la solution retenue pour les convertibles synthétiques car on ne retrouverait pas là le même type de garantie que pour les obligations convertibles classiques. Le plancher actuariel d'une obligation convertible classique, qui se définit comme la valeur actuelle de l'ensemble des flux de rémunération et de remboursement non encore échus, procure en effet une garantie qui n'est pas constante et qui croît au cours du temps, ce qui n'est pas le cas d'une option de vente. Les émetteurs préfèrent tout simplement retenir une limitation (à la baisse) du prix de remboursement de l'obligation. Le prospectus d'émission comporte ainsi une clause libellée de la sorte : « en aucun cas le prix de remboursement de l'obligation ne pourra être inférieur à 100% de sa valeur faciale ».

Ainsi, en indexant la valeur de remboursement d'une obligation sur le taux de croissance du cours de l'action et en garantissant au porteur un remboursement au moins égal à la valeur faciale, une obligation ordinaire prend les caractéristiques financières d'une obligation convertible. Deux autres spécificités financières sont souvent présentes dans ce type de produit. Comme pour les convertibles classiques, leur valeur est souvent plafonnée, une clause du prospectus venant limiter à la hausse le prix de remboursement du titre (« en aucun cas le prix de remboursement de l'obligation ne pourra être



Le coût des quasi-fonds propres - 2 PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

supérieur à $x\%$ de sa valeur faciale »). La valeur du titre se situera donc toujours à l'intérieur d'un couloir dont les valeurs hautes et basses seront fonction des deux valeurs extrêmes du prix de remboursement, et ce de façon semblable aux convertibles classiques dont la valeur évolue entre le plancher actuariel et le seuil d'activation du *call* détenu par l'émetteur. La deuxième spécificité est un accélérateur de rentabilité. Pour de nombreuses émissions, la valeur de remboursement n'est pas simplement fonction du taux de croissance de la valeur de l'action, mais de ce même taux multiplié par un coefficient supérieur à 1. De telle sorte que lorsque l'on est à l'intérieur du tunnel formé par le *cap* et le *floor*, et compte non tenu des dividendes et des coupons, la rentabilité du porteur est supérieure à celle dégagée par l'actionnaire.

Cela nous amène immédiatement à examiner la question du risque des convertibles synthétiques. Peut-on considérer qu'il est supérieur à celui des actions ? Certainement pas, et ce pour plusieurs raisons : la nature du titre et son traitement en cas de liquidation de l'émetteur, l'existence d'un plancher, des coupons (lorsqu'ils existent) au caractère certain face à des dividendes aléatoires. Si l'on pense que les marchés financiers font preuve d'une certaine efficience, à ce risque plus faible devrait correspondre une rentabilité espérée elle aussi moindre. A l'intérieur du tunnel délimité par le *cap* et le *floor*, il n'en est rien ; de même, en-deçà du *floor* ; en revanche, au-delà du *cap*, l'action retrouve tout son attrait. La question est donc de savoir si la limitation de la rentabilité induite par la présence du *cap* compense efficacement ou non les effets du multiplicateur et du *floor*. Théoriquement, la question sera résolue en assimilant *cap* et *floor* à des options et en

les valorisant en tant que telles. Pratiquement, l'exercice est difficile et le calibrage des modèles incertain : les options sont de maturité assez importante (trois à cinq ans), la volatilité anticipée est difficile à établir et le sous-jacent est susceptible de distribuer des dividendes. Au final, la valorisation du produit et la détermination de sa rentabilité demeurent hypothétiques.

Il est maintenant possible de conclure sur l'aspect dilutif des obligations convertibles synthétiques. Il est couramment affirmé que cet aspect dilutif est inexistant au prétexte qu'il n'y a pas création d'actions nouvelles et qu'en conséquence le bénéfice par action demeure inchangé. Ce point de vue est renforcé lorsque l'on considère les modalités de couverture du produit, un contrat de *swap* transformant ce produit pour l'émetteur en un emprunt à taux variable (rémunéré à *Libor + spread*), le contrepartiste bancaire prenant en charge le remboursement indexé sur la valeur de l'action. Et un prêt, à taux variable ou fixe, ne saurait être dilutif.

Cette affirmation est erronée. Si les conditions de rémunération sont trop onéreuses et ne sont pas à la hauteur du risque du produit, l'émetteur s'appauvrira en ayant recours à cette source de financement et la valeur de ses capitaux propres diminuera, ce qui est bien synonyme de dilution. Par exemple, une société notée AA qui émettrait une obligation de maturité cinq ans et affichant un *spread* de 500 bp perdrait de la valeur et appauvrirait ses actionnaires. L'obligation convertible synthétique est un outil complexe dont la détermination du risque et de la rentabilité est délicate, et pouvant très bien pour cela conduire à une perte de substance de l'entreprise et à une dilution de la valeur de ses capitaux propres.

> Ph. Raimbourg
Université Panthéon-Sorbonne
et ESCP Europe.
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