



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

9^{EME} EDITION
Septembre 2020



CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

**ORDRE DES
EXPERTS-COMPTABLES** 
Conseil Supérieur



EDITO

Chères consoeurs, chers confrères,

L'évolution des métiers du chiffre et le rapprochement physique des deux institutions, nous ont amené à proposer à Claude Cazes, responsable de la thématique de l'évaluation au sein des deux institutions, de regrouper les commissions évaluation de la CNCC et du CSOEC début 2019.

Un observatoire de la valeur des moyennes entreprises a été créé par la commission évaluation de la CNCC en 2014. Cet observatoire concerne principalement les 7 000 entreprises de taille intermédiaire (ETI) qui se situent dans l'antichambre de la cotation en bourse (valeur d'entreprise comprise entre 15 et 50 millions d'euros). Cet observatoire étudie l'évolution du prix d'achat des moyennes entreprises françaises (ratio VE/EBITDA) ainsi que l'évolution de l'activité du marché des fusions-acquisitions et des LBO (en valeur et en nombre d'opérations). Jusqu'à présent, les notes techniques de l'observatoire de la valeur des moyennes entreprises étaient adressées uniquement aux commissaires aux comptes.

Notre confrère et ami Claude Cazes, président de la commission évaluation CNCC / CSOEC, qui souhaite accentuer les actions vers les confrères, a envisagé que les parutions de l'observatoire puissent être désormais transmises à l'ensemble des experts-comptables et des commissaires aux comptes en parallèle de l'envoi à destination du marché (cible : 7 000 dirigeants de moyennes entreprises non cotées reçoivent les parutions de l'observatoire).

Nous avons accueilli bien volontiers cette proposition et sommes heureux de vous adresser, par le biais de ce courrier commun, les éléments suivants :

- les indicateurs de l'année 2018 ;
- les indicateurs de l'année 2019.

Nous espérons que ces informations précieuses pourront vous éclairer sur ce marché pour lequel peu d'informations sont disponibles.

Nous vous prions, Chères consoeurs, Chers confrères, de bien vouloir agréer l'expression de nos sincères salutations.

Jean Bouquot

*Président de la Compagnie nationale
des commissaires aux comptes*

Charles-René Tandé

*Président du Conseil supérieur
de l'Ordre des experts-comptables*



“

SOMMAIRE

Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises

Année 2019 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
5. Acquisitions de Moyennes Entreprises
françaises analysées

Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises

Année 2018 7

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
5. Acquisitions de Moyennes Entreprises
françaises analysées

Le coût des quasi-fonds propres

..... 11
par le Professeur Ph. Raimbourg



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

Année 2019



1. Evolution des multiples de Moyennes Entreprises en France

Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (15m€-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 - Graphe 2.

- Le prix des moyennes entreprises françaises s'établit fin 2019 à 8,9x l'EBITDA, en ligne avec le 2^e semestre 2018,
- Les multiples se sont stabilisés depuis 3 ans autour de 9,0x l'EBITDA dans une activité M&A en forte progression sur 3 ans. Ils sont portés par des conditions financières toujours favorables et l'intérêt des investisseurs pour le non coté.
- L'écart avec l'Indice Argos s'accroît: il est lié à la hausse marquée des prix des transactions > 150M€ et ne remet pas en cause le mouvement de convergence des multiples au sein de la zone euro.

2. Evolution de l'activité M&A / LBO

Mesure de l'évolution de l'activité M&A (acquisitions majoritaires, LBO) des Moyennes Entreprises françaises, en volume et valeur – Graphe 3. NB: nouvelle méthodologie de décompte des opérations, plus précise, appliquée à partir du 1^{er} semestre 2017.

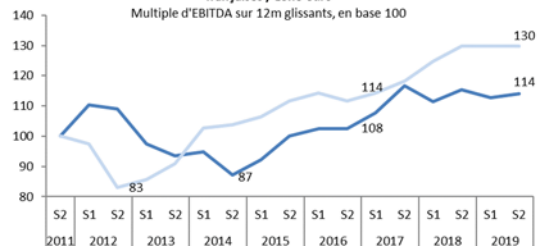
- L'activité M&A ME est en hausse au 2^e semestre 2019 (+5% en volume par rapport au 2^e semestre 2018) comme sur l'ensemble de l'année (+6% en volume entre 2018 et 2019)
- Cette progression est portée par l'attrait toujours croissant pour le non coté, classe d'actif dont les rendements restent élevés, et par la confiance retrouvée des investisseurs pour la France.

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



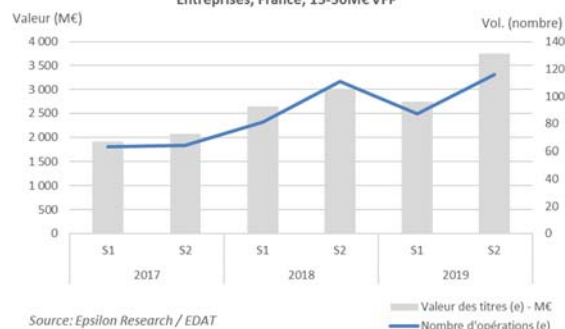
Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 2 - Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises / zone euro
Multiple d'EBITDA sur 12m glissants, en base 100



Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 3 - Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises, France, 15-50M€ VFP



Source: Epsilon Research / EDAT

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: sur la base des opérations identifiées par Epsilon & de la valeur estimée pour chacune (à partir des multiples sectoriels EMAT).

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, du CSOEC et à nos lecteurs



> OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

Année 2019

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).

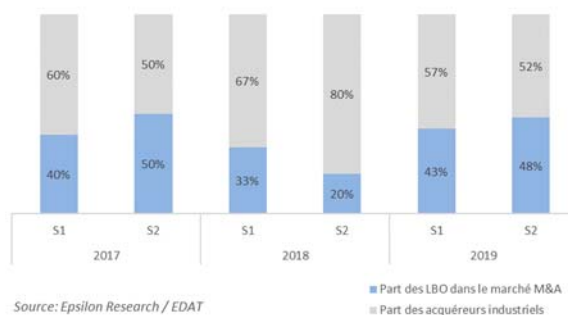
- La part du capital-transmission dans l'activité M&A retrouve en 2019 un niveau élevé, supérieur à 40%, tirée par le niveau toujours croissant des capitaux levés et restants à investir.
- Parmi les acquéreurs industriels, les grands groupes cotés comme les acquéreurs étrangers confirment leur intérêt pour les ME françaises: ils représentent chacun un tiers des acquisitions stratégiques – en baisse cependant au 2^e semestre.
- Les acquéreurs étrangers sont à 80% européens; les acquéreurs hors zone euro (majoritairement britanniques) ayant été les plus dynamiques en 2019.

4. Impact des marchés action / PME-ETI

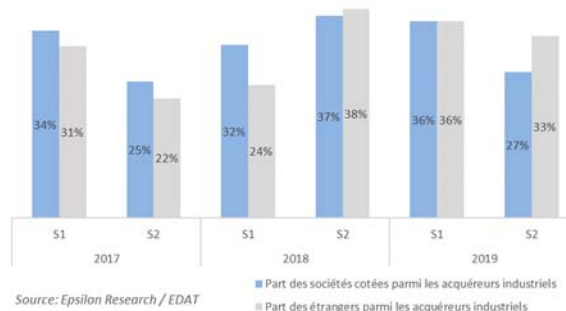
Suivi de l'indice et de l'activité d'Euronext Growth, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.

- Le nombre d'introductions est stable en 2019, par rapport à 2018, en ligne avec les marchés action (+3,5%).
- Le niveau d'activité reste faible et témoigne de la désaffection des entreprises pour le financement sur les marchés boursiers au profit du non coté, un marché devenu plus liquide et dynamique.

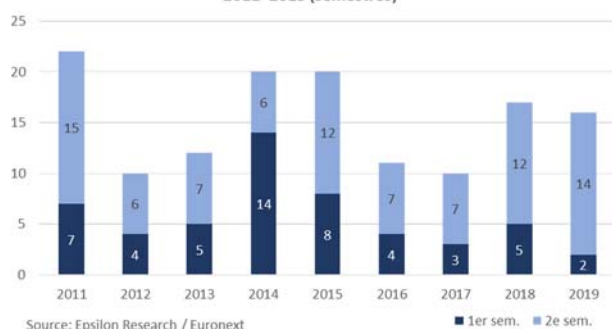
Graphe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Acquéreurs industriels / LBOs



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



Graphe 6 - Nombre d'introductions sur Euronext Growth Paris,
2011- 2019 (semestres)



Graphe 7 - Euronext Growth All-Share Index, 2011 - 2019



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

Indicateurs & informations complémentaires (en ligne) :

- > Disponibles gratuitement pour les membres CNCC et CSOEC, 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 : CNCC2019

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 2019 analysées (1/2)

Source : Epsilon Research / Base EMAT

Date d'annonce	Acquéreur	Localisation (Acq.)	Cible	Type de deal
31/12/19	Otium Capital, Founder	France	Birchbox France (Beautycom)	Capital Transmission
24/12/19	Biotech Dental	France	Condor	Acquisition Majority Stake
20/12/19	Technology & Strategy (T&S)	France	Degetel	Acquisition Majority Stake
20/12/19	Re-Sources Capital	France	Cevino Glass	Capital Transmission
19/12/19	Groupe Premium	France	Flornoy & Associes Gestion	Acquisition Majority Stake
19/12/19	Aubay	France	Quantic	Acquisition Majority Stake
17/12/19	Sioen Industries NV	Belgique	Glen Raven PVC Coating	Acquisition Majority Stake
17/12/19	Sioen Industries NV, Geneo Capital Entrepreneur, Eximium, Bpifrance	Belgique	Dickson Saint-Clair (Dickson Coating)	Acquisition Majority Stake
16/12/19	VOIP Telecom	France	Itac	Acquisition Majority Stake
16/12/19	Hexaom (Maisons France Confort)	France	Groupe Plaire	Acquisition Majority Stake
12/12/19	Audensiel	France	Lansrod Technologies	Acquisition Majority Stake
09/12/19	Private group led by Apax Partners	France	Maison Routin (1883)	Capital Transmission
06/12/19	Siparex, Initiative & Finance, Bpifrance	France	Groupe Rondot	Capital Transmission
05/12/19	Siparex, Carvest, Bpifrance, Celda Capital, Management	France	Barou Equipement	Capital Transmission
04/12/19	Bucher Municipal	Allemagne	Eurovoirie	Acquisition Majority Stake
03/12/19	Paluel Marmont Capital, Management	France	Quadrilatère	Capital Transmission
02/12/19	Isatis Capital, Management	France	Secal	Capital Transmission
27/11/19	MBDA	France	GDI Simulation	Acquisition Majority Stake
26/11/19	Eurofiber	Pays-Bas	ATE (Avenir Telematique)	Acquisition Majority Stake
25/11/19	La Francaise Des Jeux	France	Buralog (trading as Bimedia)	Acquisition Majority Stake
19/11/19	Management, Meeschaert Capital Partners	France	ID Systèmes	Capital Transmission
16/11/19	Vivalto Sante	France	Polyclinique de l'Europe	Acquisition Majority Stake
15/11/19	Andera Partners, Management	France	Auxiga Group	Capital Transmission
15/11/19	Isatis Capital, Management	France	Nell Armonia	Capital Transmission
15/11/19	Morellato	Italie	Cleor	Acquisition Majority Stake
14/11/19	Fimalac Entertainment	France	Les Bouffes Parisiens, Le Théâtre de Paris, La Michodière	Acquisition Majority Stake
14/11/19	InnovaFonds	France	Rail Industries	Capital Transmission
13/11/19	Hoppen	France	Telecom Services	Acquisition Majority Stake
13/11/19	CM-CIC Investissement, Management, Family	France	Formes & Sculptures	Capital Transmission
12/11/19	Fonds de Consolidation et de Développement des Entreprises (FCDE)	France	Groupe Récréa	Capital Transmission
07/11/19	Groupe Lorillard	France	HP Fermetures & menuiserie	Acquisition Majority Stake
06/11/19	Management, Andera Partners	France	Olaqin	Capital Transmission
05/11/19	Royal Dutch Shell	Pays-Bas	Eolfi	Acquisition Majority Stake
31/10/19	Spie Batignolles	France	Vallia (Vallois) (Valbois)	Acquisition Majority Stake
30/10/19	Innovafonds, EMZ Partners	France	Rail Industries	Capital Transmission
24/10/19	Initiative & Finance, Management, Capelia	France	Ymag	Capital Transmission
22/10/19	OtherPrivateShareholders, LOG'S	France	San Marina	Acquisition Majority Stake
22/10/19	Transports Blondel	France	Regis Martelet	Acquisition Majority Stake
21/10/19	Management, BNP Paribas Développement	France	Unipex	Capital Transmission
21/10/19	FRAIKIN	France	Via Location	Acquisition Majority Stake
21/10/19	EMZ Partners, Management	France	Weyou	Capital Transmission
20/10/19	Maritime Kuhn	France	Bolloré T&L French Ports	Acquisition Majority Stake
11/10/19	Sodero Gestion, Bpifrance, Management	France	Mecapack	Capital Transmission
11/10/19	LBO France	France	Alantys Technology	Capital Transmission
11/10/19	Platina Partners, Management	France	Irsh (Indépendance Royale)	Capital Transmission
11/10/19	BNP Paribas Développement, Management	France	VT2i	Capital Transmission
09/10/19	CMS Distribution	Royaume-uni	Avesta	Acquisition Majority Stake
09/10/19	Globe Groupe	France	Techsell	Acquisition Majority Stake
08/10/19	Founder	France	Biosyl	Capital Transmission
08/10/19	LDC Groupe	France	Luché Tradition Volailles (LTV)	Acquisition Majority Stake
07/10/19	Alliance Entreprendre, Caisse d'Epargne Ile-de-France Capital Investissement, Management	France	Groupe MMS	Capital Transmission
07/10/19	Sofimac Régions, Management	France	Air Road Logistics & Baggage Solutions	Capital Transmission
04/10/19	CM-CIC Investissement, Garibaldi Participations, Management	France	Emballages Réunis	Capital Transmission
02/10/19	Platina Partners	France	Ermitage International School of France	Capital Transmission
02/10/19	Initiative & Finance	France	L'Anneau Securus Sesam	Capital Transmission
01/10/19	Management	France	Equancy	Capital Transmission
01/10/19	Azulis Capital, BNP Paribas Développement, Arkéa Capital Investment, Management	France	Groupe Frio	Capital Transmission
30/09/19	Management, Bpifrance, BNP Paribas Développement, NCI	France	Biodis	Capital Transmission
30/09/19	FAYAT	France	Fouchard	Acquisition Majority Stake
30/09/19	Bouyer Leroux	France	Panaget	Acquisition Majority Stake
30/09/19	Bpifrance, Management, Euro Capital, Turenne Capital Partenaires	France	M-Energies	Capital Transmission
26/09/19	Batiweb	France	Archionline	Acquisition Majority Stake
26/09/19	B & Capital, Management	France	Steliau	Capital Transmission
26/09/19	B & Capital	France	STELIAU TECHNOLOGY	Capital Transmission
26/09/19	Sinch	Suède	MyElefant	Acquisition Majority Stake
25/09/19	Tutélaire	France	Judicial Solucia PJ	Acquisition Majority Stake
25/09/19	MBO & Co	France	Pinson Paysage	Capital Transmission
24/09/19	Bucher + Walt	Suisse	Dakine Europe	Acquisition Majority Stake
23/09/19	Connectt	France	Bref Service (Ice Et Foc)	Acquisition Majority Stake
20/09/19	Valloebey Shipping, Agility Maritime	Malte	Sea Tankers	Acquisition Majority Stake
19/09/19	LT CAPITAL	France	EXTeam	Capital Transmission
19/09/19	Nivet Group	France	Société Francilienne de Béton (SFB)	Acquisition Majority Stake
16/09/19	Galiéna Capital, Management	France	Groupe Transatlantic	Capital Transmission
16/09/19	Mobivia Group, Renault	France	Exadis	Acquisition Majority Stake
16/09/19	Geneo Capital Entrepreneur, Fonds GEI, Demeter Partners, Management	France	Pinette PEI	Capital Transmission
16/09/19	CellaVision	Suède	RAL Diagnostics	Acquisition Majority Stake
11/09/19	Capza	France	Audensiel	Capital Transmission
11/09/19	Ciclad Gestion	France	FrogPubs	Capital Transmission
11/09/19	CELESTE	France	PacWan	Acquisition Majority Stake
09/09/19	B & Capital	France	Nedap France	Capital Transmission
05/09/19	Verlingue	France	Eyssautier Groupe	Acquisition Majority Stake
05/09/19	Tessi	France	Orone France	Acquisition Majority Stake
04/09/19	Maison Berger	France	Groupe Devineau	Acquisition Majority Stake
04/09/19	Andera Partners, Capza, Management	France	99 Advisory	Capital Transmission
04/09/19	Havas Group	France	Buzzman	Acquisition Majority Stake
04/09/19	Montefiore Investment	France	Digilinx (BigBoss)	Capital Transmission
04/09/19	Management, Capitem	France	Gaeau	Capital Transmission
26/08/19	Ninjo Qijing Holding	Chine	BMI Fours Industriel	Acquisition Majority Stake
23/08/19	Scanship Holding	Norvège	ETIA Ecotechnologies	Acquisition Majority Stake
21/08/19	Helmerich & Payne Technologies	Amérique du Sud	DrillScan	Acquisition Majority Stake
08/08/19	Balkans Bosphore Logistique Groupe (BBL Groupe)	France	Société d'Affrètement et de Transit (SAT)	Acquisition Majority Stake
06/08/19	Galiéna Capital	France	Schlemmer Industry & Building Part (SIB)	Acquisition Majority Stake



5. Acquisitions de Moyennes Entreprises françaises 2019 analysées (2/2)

Source : Epsilon Research / Base EMAT

Date d'annonce	Acquéreur	Localisation (Acq.)	Cible	Type de deal
31/07/19	Management, Alliance Entreprendre, Caisse d'Epargne Ile-de-France Capital Investissement	France	Oasys	Capital Transmission
30/07/19	Azulis Capital, BNP Paribas Développement, Founder	France	Green Family	Capital Transmission
30/07/19	Dedalus France (Medasys)	Italie	Web100T	Acquisition Majority Stake
29/07/19	Atos SE	France	Keynectis	Acquisition Majority Stake
26/07/19	Groupe Bertrand	France	Leon de Bruxelles	Acquisition Majority Stake
26/07/19	Bostik	France	Prochimir	Acquisition Majority Stake
26/07/19	Prudentia Capital, Management	France	Arjobex	Capital Transmission
25/07/19	Wireless Logic Group	Royaume-uni	Matooma	Acquisition Majority Stake
25/07/19	SSAB	Suède	Abraservice	Acquisition Majority Stake
23/07/19	LBO France	France	Ecritel Group	Capital Transmission
22/07/19	Management, Andera Partners	France	Activity Maintenance haute-tension Merlin Gerin of Siemens	Capital Transmission
22/07/19	Bpifrance, IXO Private Equity, Management	France	Les Maisons Avenir Tradition	Capital Transmission
17/07/19	Genuine Parts Company	États-Unis	Todd	Acquisition Majority Stake
15/07/19	Capza, Management	France	Saint Aubin Group	Capital Transmission
11/07/19	Biogroup-LCD	France	CBM 25 - Laboratoire de Terre Rouge	Acquisition Majority Stake
11/07/19	Macnica	Tokyo	ATD Electronique	Acquisition Majority Stake
11/07/19	Formel D	Allemagne	CPS Quality	Acquisition Majority Stake
10/07/19	Providence Strategic Growth	États-Unis	I'Car Systems	Capital Transmission
08/07/19	CM-CIC Investissement, Bpifrance, Management	France	Alpina Savoie	Capital Transmission
08/07/19	Snapcar	France	Lecab	Acquisition Majority Stake
08/07/19	MBO Parteniers	France	Sequiasoft	Capital Transmission
03/07/19	Quantum Capital Partners	Allemagne	Indraero Siren	Acquisition Majority Stake
01/07/19	Management, Capital Export, Garibaldi Participations, Celda Capital	France	2B Environnement (SRB)	Capital Transmission
01/07/19	Management, CAPZA Transition	France	Saint Aubin	Capital Transmission
28/06/19	Renewables Infrastructure Group	Royaume-uni	Epine Windfarm	Acquisition Majority Stake
26/06/19	ERGALIS	France	Awel	Acquisition Majority Stake
26/06/19	Private Group led by LBO France	France	Eurotab	Capital Transmission
19/06/19	Private Group led by IK Investment Partners	France	Recocash	Capital Transmission
14/06/19	Biogroup-LCD	France	Biollitoral	Acquisition Majority Stake
13/06/19	Picardie Investissement Employees Family OtherPrivateShareholders	France	Groupe Pinet	Capital Transmission
13/06/19	Aqualia	Espagne	Services Publics et Industries Environnement (SPIE)	Acquisition Majority Stake
12/06/19	Duroc	Suède	Cotting Group	Acquisition Majority Stake
07/06/19	Management	France	Groupe Erget	Capital Transmission
06/06/19	Adevinta	Norvège	Locasun	Acquisition Majority Stake
03/06/19	GALIENA CAPITAL Founder Management	France	Cameo Energy	Capital Transmission
03/06/19	Vespa Capital Management	Royaume-uni	Biomen Distribution (Le marché de Léopold)	Capital Transmission
28/05/19	Henri Raffin	France	Maison Milhau	Acquisition Majority Stake
24/05/19	Hunter Douglas	Pays-Bas	Stores-Discount (OUVER' STORE)	Acquisition Majority Stake
22/05/19	Z1 Invest France Family	France	Landanger	Capital Transmission
21/05/19	Almaviva Santé	France	Clinique Turin	Acquisition Majority Stake
20/05/19	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	France	Chateau du Galoupet	Acquisition Majority Stake
17/05/19	Total Specific Solutions	Pays-Bas	Felix Informatique	Acquisition Majority Stake
17/05/19	Tapl (Tapl)	Italie	Les Bouchages Delage	Acquisition Majority Stake
17/05/19	Cidad Management BNP Paribas Développement	France	Bonioni	Capital Transmission
16/05/19	Marbour	France	Sibell	Acquisition Majority Stake
15/05/19	Le printemps	France	Made In Design	Acquisition Majority Stake
13/05/19	NCI Management	France	Priplak	Capital Transmission
10/05/19	FAYAT	France	Arnaudeau CM	Acquisition Majority Stake
09/05/19	Private Group led by Bpifrance and Siparex Mezzanine	France	Camerus	Capital Transmission
08/05/19	Attraqt Group	Royaume-uni	Early Birds	Acquisition Majority Stake
07/05/19	Founder BNP Paribas Bpifrance	France	MK Energies	Capital Transmission
07/05/19	Silamir	France	Digital & You	Acquisition Majority Stake
06/05/19	Givaudan	Suisse	Albert Vieille	Acquisition Majority Stake
25/04/19	Turenne Capital Partenaires Management Altur Investissement	France	Cousin Biotech (Cousin Medical Group)	Capital Transmission
25/04/19	Photo-Me International	Royaume-uni	Sempa	Acquisition Majority Stake
25/04/19	Electrolux	Suède	UNIC	Acquisition Majority Stake
23/04/19	The Hut Group (THG)	Royaume-uni	Christophe Robin	Acquisition Majority Stake
18/04/19	Private Group led by Activa Capital	France	Medisys	Capital Transmission
18/04/19	Socadif Sparring Capital Management	France	Groupe Cesa	Capital Transmission
17/04/19	Akena Vêrandas	France	Azenco	Acquisition Majority Stake
16/04/19	Management Apicap	France	T&T Consulting	Capital Transmission
15/04/19	Moody's	États-Unis	Vigeo	Acquisition Majority Stake
10/04/19	Private Group led by GEI	France	Manganelli	Capital Transmission
08/04/19	Founder Ardian Management	France	Rivals	Capital Transmission
03/04/19	Private Group led by Andera Partners	France	Tournus Equipement	Capital Transmission
01/04/19	LVMH	France	Janisson	Acquisition Majority Stake
29/03/19	Private Group Led By LBO France	France	Groupe Infodis	Capital Transmission
28/03/19	Naxicap Partners Management	France	Keys Asset Management	Capital Transmission
28/03/19	Sabena Technics	France	New EAS (Sabena Technics PGF)	Acquisition Majority Stake
27/03/19	Management Capitem	France	Slat	Capital Transmission
26/03/19	Jellej Jouets	France	Toys R Us France	Acquisition Majority Stake
25/03/19	Management Geneco Capital Entrepreneur Bpifrance NCI	France	Human & Work Project (Ex Stimulus)	Capital Transmission
23/03/19	Webedia	France	Seilk	Acquisition Majority Stake
22/03/19	BJ Invest Ardian Growth Management	France	Eloquent	Capital Transmission
18/03/19	Smile	France	Adyax	Acquisition Majority Stake
12/03/19	ArchiMed	France	Clean Cells	Capital Transmission
05/03/19	Dassault Systèmes	France	Argosim	Acquisition Majority Stake
01/03/19	Liberty House	Royaume-uni	Durisotti	Acquisition Majority Stake
28/02/19	Private group led by IDI	France	Freeland Group	Capital Transmission
28/02/19	Media Press	Suisse	Plurimedia	Acquisition Majority Stake
21/02/19	Bouygues Telecom	France	Nerim	Acquisition Majority Stake
18/02/19	Crouzet Automatismes	France	Garos Capteurs	Acquisition Majority Stake
14/02/19	Compass	Royaume-uni	Restauration Collective Sasino (R2C)	Acquisition Majority Stake
11/02/19	Meeschaert Capital Partners Management	France	Aterno	Capital Transmission
10/02/19	Revima	France	Chromalloy	Acquisition Majority Stake
01/02/19	Maincare Solutions	France	Anticyclone	Acquisition Majority Stake
31/01/19	Evolucare Technologies	France	Axapa	Acquisition Majority Stake
31/01/19	Exakis	France	Nelite France	Acquisition Majority Stake
29/01/19	Vinci Energies	France	Sysoco	Acquisition Majority Stake
29/01/19	Covepa-Michels Packaging	France	CEC Packaging (Compagnie Européenne de Cartonnages)	Acquisition Majority Stake
25/01/19	Atlantic	France	Cothem	Acquisition Majority Stake
25/01/19	Hachette Livre	France	Gigamic	Acquisition Majority Stake
23/01/19	Adobe Systems Inc	États-Unis	Allegorithmic	Acquisition Majority Stake
21/01/19	Knotel	États-Unis	Deskeo (Space Management)	Acquisition Majority Stake
21/01/19	Private group led by Idia Capital Investissement Amundi Private Equity Funds Socadif and And	France	Bioclinic (SELAS BIO-CLINIC)	Capital Transmission
18/01/19	Amundi (Amundi Asset Management)	France	Anatec (Wesave)	Acquisition Majority Stake
18/01/19	Z1 Invest France	France	ProductLife Group	Capital Transmission
16/01/19	Bureau Veritas	France	Capital Energy	Acquisition Majority Stake
15/01/19	Merieux Equity Partners Management	France	Nutragroup	Capital Transmission
14/01/19	Re-Sources Capital CM-CIC Investissement	France	Renson International (U2R)	Capital Transmission
14/01/19	Management Bpifrance Siparex Unexo	France	Nowak	Capital Transmission
14/01/19	Groupe Popy	France	Gilbert Lemelle	Acquisition Majority Stake
14/01/19	Private Group led by Merieux Equity Partners	France	Nutragroup	Capital Transmission
11/01/19	Initiative & Finance Management	France	Edéa	Capital Transmission
10/01/19	Rafaut	France	Aerospace Distribution Service (AEds)	Acquisition Majority Stake
10/01/19	Private Group led by Siparex Bpifrance and IRDI	France	Missler Software	Capital Transmission
09/01/19	Korian	France	Groupe Omega	Acquisition Majority Stake
09/01/19	Management IDIA Capital Investissement Socadif TeleDiag Employees	France	France Imagerie Territoires	Capital Transmission
09/01/19	Engie	France	Endel SRA (SRA Savac-Suez)	Acquisition Majority Stake
09/01/19	Founder Isatis Capital	France	Zenika	Capital Transmission
02/01/19	Céréa Partenaire Management	France	Icko Apiculture	Capital Transmission



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

Année 2018



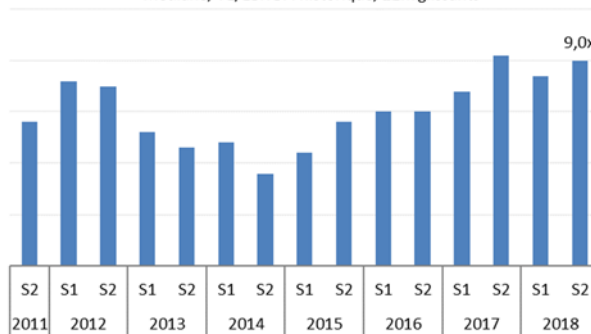
1. Évolution des multiples de Moyennes Entreprises en France

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.

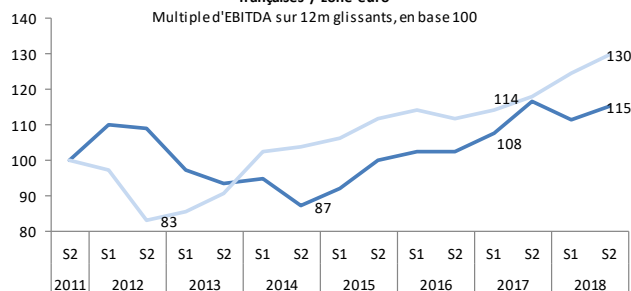
- Les prix des moyennes entreprises françaises se stabilisent au 2^{ème} semestre à 9.0 x l'EBITDA, niveau historiquement élevé atteint au 2^{ème} semestre 2017. Ils sont portés par le dynamisme de l'activité M&A, des conditions macro-financières toujours favorables (malgré le retour des risques politiques) et la forte concurrence sur les opportunités d'acquisition de PME/ETI.
- Leur progression se fait, sur 4 ans, au même rythme que celle des prix de la zone euro et témoigne de la convergence des multiples au sein de la zone. L'écart avec l'Indice Argos - de l'ordre d'un point d'EBITDA - est lié à une différence de taille des sociétés (entre échantillons).
- Par ailleurs, le niveau élevé des prix masque leur plus grande dispersion (mesuré par l'écart-type relatif, au plus haut depuis 2011) et traduit une polarisation accrue du marché.

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



Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 2 - Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises / zone euro
Multiple d'EBITDA sur 12m glissants, en base 100



Source: Epsilon Research / EMAT

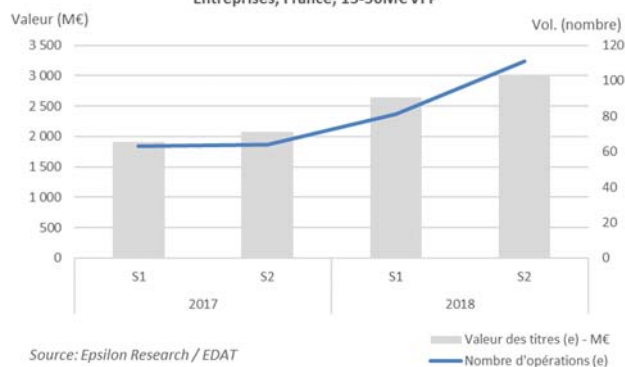
— Multiple Moyennes Entr.
— Indice Argos mid market (zone euro) sur 12 mois

2. Évolution de l'activité M&A / LBO

Mesure de l'évolution de l'activité M&A (acquisitions majoritaires, LBO) des Moyennes Entreprises françaises, en volume et valeur – Graphe 3. NB: nouvelle méthodologie de décompte des opérations, plus précise, appliquée à partir du 1er semestre 2017.

- Notre estimation de l'activité M&A des ME françaises a été revue à la hausse et confirme la nette reprise du marché, en particulier au 2^{ème} semestre 2018.
- L'activité est portée par un marché M&A européen dynamique et continue de bénéficier de la confiance retrouvée des investisseurs pour la France, liée à la politique réformatrice du gouvernement.

Graphe 3 - Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises, France, 15-50M€ VFP



Source: Epsilon Research / EDAT

— Valeur des titres (e) - M€
— Nombre d'opérations (e)

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: sur la base des opérations identifiées par Epsilon & de la valeur estimée pour chacune (à partir des multiples sectoriels EMAT).

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, du CSOEC et à nos lecteurs



> OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

Année 2018

3. Structure du marché et typologie des acquéreurs

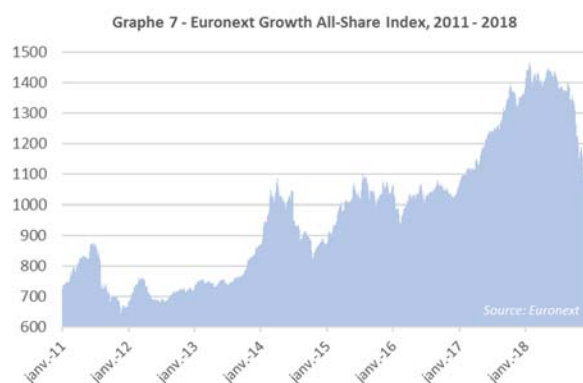
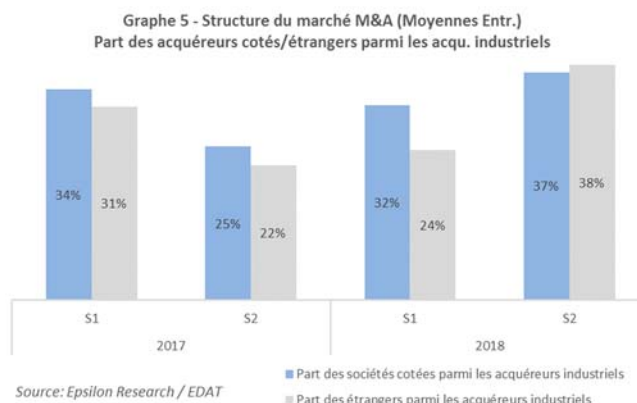
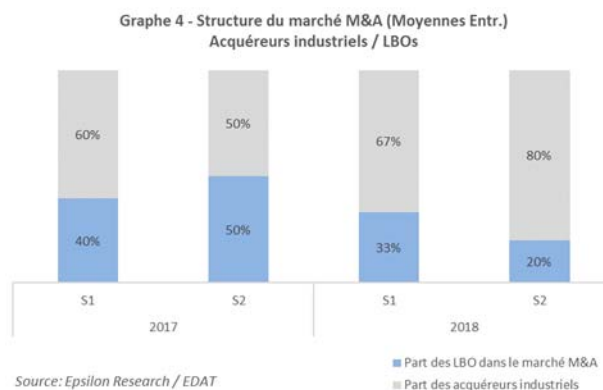
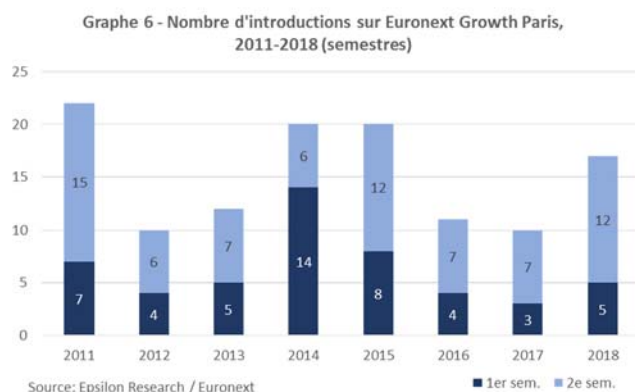
Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés).

- La nouvelle méthodologie de décompte des opérations nous conduit à modifier certaines de nos premières estimations sur la structure du marché.
- Le capital-transmission représente sur le segment des ME une part plus élevée, > 40% de l'activité M&A sur 2017/ S1 2018. L'activité continue d'être tirée par le niveau record des capitaux levés et restants à investir.
- Cette part relative du LBO chute au 2^{ème} semestre 2018, liée à la forte hausse d'activité des acquéreurs industriels (x2 par rapport au 1^{er} semestre). Les acquéreurs cotés et étrangers (dont ¾ européens) ont été particulièrement actifs ce semestre.

4. Impact des marchés action / PME-ETI

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

- Le nombre d'introduction est, comme l'activité M&A, en progression en 2018. L'activité n'a pas été affectée par le tassement des marchés action (-20,3% sur le dernier trimestre) lié aux inquiétudes politiques en Europe (Brexit, Italie, populismes).



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

Indicateurs & 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 : CNCC2019

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 2018 analysées

Source : Epsilon Research / Base EMAT

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Type de deal	N° EMAT
26/12/18	La Croissanterie	Groupe Rush	Acquisition Majority Stake Exit	29671
26/12/18	Babeau Seguin	Maisons et Chalets des Alpes (MCA)	Acquisition Majority Stake Exit	95612
21/12/18	NTT Communications	Transatel	Acquisition Majority Stake	32894
20/12/18	VOIP Telecom	ITC Ariane Services	Acquisition of Majority Stake	94032
13/12/18	BIP Capital Partners Omnes Capital Founder Management	Captain Tortue	Exit Quaternary Buy Out	25968
12/12/18	Albioma	Eneco France	Acquisition Majority Stake	29953
10/12/18	Opteven	Mapfre Warranty France	Acquisition Majority Stake	56012
07/12/18	Damix	Caddie	Acquisition Majority Stake	54703
05/12/18	Smurfit Kappa	DEUX SITES D'EUROPAC (CARTONNIERE DE CARADEC ET SAINT POL DE LÉON)	Acquisition Majority Stake	55870
04/12/18	Woop	RAD	Acquisition Majority Stake	55964
04/12/18	Salvia Développement	Alteva	Acquisition Majority Stake	55801
04/12/18	Smurfit Kappa	Caredec	Acquisition of Majority Stake	93995
01/12/18	Stella Group	Flip	Acquisition Majority Stake	29386
29/11/18	Albin Michel	Leducs	Acquisition Majority Stake	56027
22/11/18	Au Creuset de la Thiérache	Coprodex	Acquisition Majority Stake Exit	46871
21/11/18	Leboncoin	Videodressing	Acquisition Majority Stake	29718
20/11/18	MW Meccanica	Aumiot EM	Acquisition Majority Stake	29884
20/11/18	Les Grappes (Vinosaka)	VINZOS	Acquisition Majority Stake	55429
16/11/18	BeMobile	Mediamobile	Acquisition Majority Stake	30116
12/11/18	Vespa Capital Management	Arthur Loyd	MBO (Management Buy Out)	27954
12/11/18	Télévision Française 1 (TF1)	Gammed	Acquisition of Majority Stake	94050
09/11/18	Groupe Alfort	FLOW CONTROL TECHNOLOGIES (FCT)	Acquisition Majority Stake	55298
09/11/18	Private Group led by Vespa Capital	Arthur Loyd	MBO (Management Buy Out)	92771
06/11/18	Eberspaecher	Kalori	Acquisition Majority Stake	30022
06/11/18	Dream Yacht Charter	Samboat	Acquisition Majority Stake	29390
05/11/18	IDEX	Taranis Energy	Acquisition Majority Stake	55996
02/11/18	Groupe Samsic	ITIREMA	Acquisition Majority Stake	55273
31/10/18	Orion Engineered Carbons	Société du Noir d'Acétylène de l'Aubette (SN2A)	Acquisition of Majority Stake	93973
30/10/18	Gimv Founder	La Comtoise	OBO (Owner Buy Out) SBO (Secondary Buy Out)	27994
30/10/18	La Poste	DiaDom	Acquisition Majority Stake	30008
30/10/18	Thermador	Sandiom	Acquisition of Majority Stake	93746
30/10/18	Ipsos	Synthesio	Acquisition Majority Stake Exit	92706
29/10/18	Eurofins Scientific	Laboratoire DermScan	Acquisition of Majority Stake	93793
26/10/18	SanteVet	Animal Experts (Bulle Bleue)	Acquisition Majority Stake	29449
25/10/18	THERMADOR	SANIDOM (ETABLISSEMENTS EDOUARD ROUSSEAU, ROUSSEAU SA, MANUPEX)	Acquisition Majority Stake	55202
24/10/18	Groupe Bert	Transports Bourrat	Acquisition Majority Stake	46646
24/10/18	NISHI-NIPPON RAILROAD (NNR)	NNR GLOBAL LOGISTICS FRANCE (GLOBAL STAR INTERNATIONAL)	Acquisition Majority Stake	55187
22/10/18	Publicis Groupe	Xebia IT Architects	Acquisition Majority Stake	46830
22/10/18	Alpha Services	SIC Etancheite	Acquisition Majority Stake	29485
22/10/18	Publicis Groupe	XEBIA FRANCE	Acquisition Majority Stake	55120
19/10/18	DE CEUSTER MESTSTOFFEN (DCM) GROUP DC (DE CEUSTER)	DUMONA	Acquisition Majority Stake	55108
19/10/18	Besançon	THIOLAT	Acquisition Majority Stake	55097
15/10/18	Private Group led by Societe Generale Capital Partners	Gris Group (Former Gris Decoupage)	SBO (Secondary Buy Out) Exit	92778
12/10/18	Private Group Led by Orfite	Groupe Solfab Constructions Modulaires (GSCM)	SBO (Secondary Buy Out) Exit	93443
11/10/18	RingCentral	Dimelo	Acquisition Majority Stake	29915
10/10/18	ELEPHANT VERT	BIO3G	Acquisition Majority Stake	55003
04/10/18	Valisala	Leosphere	Acquisition of Majority Stake	91807
03/10/18	Trison Acustica	TMM (Technologies Multi Media Communication)	Acquisition Majority Stake	46636
03/10/18	HORMANN	MAVIFLEX	Acquisition Majority Stake	54912
02/10/18	ALPHA CORPORATION	Société de Peinture de Piece Plastiques (SPPP)	Acquisition Majority Stake	54907
01/10/18	Cerba HealthCare	Acolab	Acquisition Majority Stake Exit	29936
27/09/18	ATALIAN	Cadiou	Acquisition Majority Stake	54838
26/09/18	NORTIA (GROUPE DLPK)	Aprel Diffusion	Acquisition Majority Stake	54832
24/09/18	Eiffage	Angele Meccolli et Cie	Acquisition Majority Stake	46819
24/09/18	Coca-Cola	Tropico	Acquisition Majority Stake	25806
24/09/18	Private Group led by Ardian	Clever Age	OBO (Owner Buy Out)	91925
24/09/18	Criteo	Storetail	Exit Acquisition of Majority Stake	93109
21/09/18	ISAGRI	AKANEA	Acquisition Majority Stake	54780
20/09/18	CT Engineering Group	Multi-physics Modelling and Scientific Computing business line of Bertin Technologies	Acquisition Majority Stake	54752
20/09/18	Almaviva Sante	Medifutur	Acquisition Majority Stake	29507
20/09/18	InVivo (Union InVivo)	BIO & CO	Acquisition Majority Stake Exit	54745
20/09/18	Fnac Darty	WeFix	Acquisition of Majority Stake	93906
18/09/18	Raise Founder	Artémis Courtage	OBO (Owner Buy Out)	26249
18/09/18	Capital Export	Proengin	SBO (Secondary Buy Out) Exit	26210
18/09/18	Qualium Investissement	Parella	OBO (Owner Buy Out)	26239
17/09/18	Staci Management SG Capital Partners	Eurodislog	Acquisition Majority Stake	29518
07/09/18	Bpifrance Capital Grand Est Management	Norcan	MBO (Management Buy Out) SBO (Secondary Buy Out)	22904
06/09/18	Indukern	Diffusions Aromatiques	Acquisition Majority Stake	46699
05/09/18	Huvepharma	Qalain	Acquisition Majority Stake	42682
05/09/18	Pléiade Investissement	Divalto	Exit Quaternary Buy Out	26382
04/09/18	Crèche Attitude	Crèches De France	Acquisition Majority Stake	42642
04/09/18	Groupe Legendre	Groupeement Savoyard Du Bâtiment (GSB)	Acquisition Majority Stake	42649
04/09/18	Mademoiselle Desserts	Pâtisserie Michel Kremer	Acquisition Majority Stake	29601
04/09/18	Crèche Attitude	Crèches de France	Acquisition Majority Stake	25817
04/09/18	Mynewsdesk	Mention Solutions	Acquisition of Majority Stake Exit	93829
04/09/18	Cattleya Finance	Parfums Caron	LBO (Leverage Buy Out)	93591
01/09/18	AmRest Holdings	15 restaurants from KFC France	Acquisition of Majority Stake	94007
27/08/18	Evolem	Multiplast	OBO (Owner Buy Out)	26349
21/08/18	Soitec MBDA	Dolphin Integration	Acquisition Majority Stake	29966
02/08/18	Montefiore Investment	Groupe Premium	OBO (Owner Buy Out)	22222
28/07/18	Also Holding AG	DistriWan	Acquisition Majority Stake	25062
26/07/18	April Management OtherPrivateShareholders	La Centrale de Financement	Acquisition Majority Stake	29741
20/07/18	Oxatis	Doyousoft (PowerBoutique)	Acquisition Majority Stake	29442
20/07/18	LDC Groupe	Peridy	Acquisition Majority Stake	29459
20/07/18	Ekkio Capital	Calicéo	OBO (Owner Buy Out)	26548



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

5. Acquisitions de Moyennes Entreprises françaises 2018 analysées

Source : Epsilon Research / Base EMAT

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Type de deal	N° EMAT
19/07/18	Lagrand	Debflex	Acquisition Majority Stake	29911
18/07/18	Carrefour	So Bio	Acquisition Majority Stake	29402
16/07/18	TA Associates	Odealim	SBO (Secondary Buy Out) Exit	26413
12/07/18	Groupe CRIT	Advanced Air Support	Acquisition Majority Stake	28879
12/07/18	Doctolib	Mondoteur	Acquisition of Majority Stake	92033
11/07/18	Agence pour la Diffusion de l'Information Technologique (ADIT)	Geos	Acquisition Majority Stake	25797
11/07/18	Initiative & Finance	Proform Multitechniques	OBO (Owner Buy Out)	26541
10/07/18	Doctolib	Mondoteur	Acquisition Majority Stake	28885
10/07/18	Technics	HL Trad	Acquisition Majority Stake	46852
10/07/18	Riccobono	H2D Didier-Mary	Acquisition Majority Stake	28876
10/07/18	Société Générale Capital Partners	Netcom	LBO (Leverage Buy Out)	13937
09/07/18	Fineska	Arjowiggins Graphic & Arjowiggins Creative Papers	Acquisition of Majority Stake	92907
06/07/18	Trade Corporation International	Société de Distribution et de Prestations de Services	Acquisition Majority Stake	54674
06/07/18	EV-Box	Evtronic	Acquisition Majority Stake	28823
04/07/18	UI Gestion MACSF Bpifrance Africinvest Management	Pharmatis	MBI (Management Buy In)	13914
03/07/18	Founder BNP Paribas Développement	Objectware	OBO (Owner Buy Out)	13902
03/07/18	Altus Group	Talience Group	Acquisition of Majority Stake	90023
30/06/18	NA	Objectware	Acquisition of Majority Stake	
29/06/18	R Faerch Plast A/S,	CGL Pack	Acquisition of Majority Stake	24739
28/06/18	Atalian Global Services,	BBA	Acquisition of Majority Stake	25090
27/06/18	Generis Capital Partners,	Groupe Noblet	LBO (Leverage Buy Out)	13685
21/06/18	CIPRES Assurances SAS,	Axelliance Groupe Assurance	Acquisition of Majority Stake	24668
21/06/18	Archiveco,	Locarchives	Acquisition of Majority Stake	13537
20/06/18	Soplasdics ,	Rovipharm	Acquisition of Majority Stake	24298
20/06/18	Tessi ,	Owlance	Acquisition of Majority Stake	24319
20/06/18	Eiffage,	Groupe Migne	Acquisition of Majority Stake	22257
19/06/18	Isatis Capital, Founder, Management, Entrepreneur Venture Gestion	Everwin	LBO (Leverage Buy Out)	24515
18/06/18	Bpifrance, Etoile ID, Management,	Akyor	LBO (Leverage Buy Out)	14006
14/06/18	Trocadero Capital Partners, Alboran , Bpifrance, Omnes Capital, River	Escalotel	LBO (Leverage Buy Out)	90448
08/06/18	Synergie,	DCS Easyware	Acquisition of Majority Stake	24323
05/06/18	Piquadro	Lancel	Acquisition of Majority Stake	91385
05/06/18	Capzanine, Management,	Horizon Software	LBO (Leverage Buy Out)	13371
01/06/18	Institutionnel	La Villette	Acquisition of Majority Stake	
01/06/18	Eric Carrel	Withings	Acquisition of Majority Stake	91393
30/05/18	CM-CIC Investissement, Management	RC Concept	LBO (Leverage Buy Out)	90305
23/05/18	Mitek	A2IA	LBO (Leverage Buy Out)	89588
18/05/18	Berger-Levrault,	CARL Software	Acquisition of Majority Stake	24500
16/05/18	Groupe Go Sport,	Endurance Shop	Acquisition of Majority Stake	25216
14/05/18	Bigben Interactive	Cyanide	Acquisition of Majority Stake	91443
11/05/18	Carvest, Management, Employees,	Algoé	LBO (Leverage Buy Out)	13743
04/05/18	Efficacy	E-Deal	Acquisition of Majority Stake	25072
03/05/18	OtherPrivateShareholders, Founder, Azulis Capital,	Meotec	LBO (Leverage Buy Out)	10356
03/05/18	Sagesse Retraite Santé (SRS), Arkéa Capital Investissement, Ouest Croi	Arenadour	LBO (Leverage Buy Out)	90997
01/05/18	Groupe Orpèa	Château Bon Attrait	Acquisition of Majority stake	
30/04/18	Mallet,	Travaux Routiers Pl Favier	Acquisition of Majority Stake	24350
26/04/18	Arkéa Capital Investment, Management,	Lumiplan	LBO (Leverage Buy Out)	13310
25/04/18	ArchiMed, Téthys Invest,	Provepharm	LBO (Leverage Buy Out)	22127
24/04/18	CS Communication & Systemes	Groupe Novidy's	Acquisition of Majority Stake	89241
23/04/18	Naxicap Partners, Management,	Groupe ABF	LBO (Leverage Buy Out)	13329
16/04/18	Atalian Global Services,	Limpa Nettoyages	Acquisition of Majority Stake	24665
10/04/18	Management, Sodero Gestion,	Cepa	LBO (Leverage Buy Out)	13655
06/04/18	Alliance entreprendre, Management,	Adaming	LBO (Leverage Buy Out)	13587
05/04/18	San Sac,	Ora	Acquisition of Majority Stake	13991
04/04/18	Accedia,	Groupe Safir	Acquisition of Majority Stake	13834
30/03/18	Comdata France,	CCA International	Acquisition of Majority Stake	24734
29/03/18	Management, Isatis Capital,	Oriental vandes	LBO (Leverage Buy Out)	10348
28/03/18	Management, Employees,	Cyrus Conseil	LBO (Leverage Buy Out)	12082
22/03/18	Argos Wityu, Management,	Henri Selmer Paris	LBO (Leverage Buy Out)	9905
15/03/18	B2Holding	Nacc	Acquisition of Majority Stake	91504
12/03/18	Family, Alliance entreprendre, Nord Capital Partenaires, Unigrains,	Demarne	LBO (Leverage Buy Out)	13099
09/03/18	Management, Société Générale Capital Partenaires, Siparex,	Ardec Metal	LBO (Leverage Buy Out)	10283
06/03/18	Initiative & Finance, Management,	Teddington	LBO (Leverage Buy Out)	10309
06/03/18	Arkéa Capital Investment, BNP Paribas Développement, Grand Sud O	Nemea	LBO (Leverage Buy Out)	13127
28/02/18	EXFO Inc,	Astellia	Acquisition of Majority Stake	12764
20/02/18	Manuloc,	Francetruck	Acquisition of Majority Stake	24874
16/02/18	Alliance Etiquettes, Management,	Groupe Etienne	Acquisition of Majority Stake	13260
12/02/18	Onepoint,	Geronimo	Acquisition of Majority Stake	24897
12/02/18	Fosun International	Lanvin	Acquisition of Majority Stake	89962
09/02/18	Mediawan	Makever	Acquisition of Majority Stake	91499
09/02/18	CEWE Stiftung & Co KGaA	Cheerz	Acquisition of Majority Stake	91419
08/02/18	Capzanine, Management,	Alphitan	LBO (Leverage Buy Out)	13165
06/02/18	Pragma Capital, Idriss Ben Slimane	Groupe GSRI	LBO (Leverage Buy Out)	88927
02/02/18	Orange Business Services,	Enova.com	Acquisition of Majority Stake	12673
01/02/18	Maltem,	Omnilog	Acquisition of Majority Stake	10181
01/02/18	Gimv, Management	FranceThermes	LBO (Leverage Buy Out)	88723
31/01/18	Ryb SA	Polypipe France	Acquisition of Majority Stake	88907
24/01/18	Findis,	Joncoux Menager	Acquisition of Majority Stake	10176
24/01/18	Vivalto Santé,	Clinique Chirurgicale Pasteur	Acquisition of Majority Stake	12639
23/01/18	Arkéa Capital Investment, Management,	Laoste	LBO (Leverage Buy Out)	10139
22/01/18	SAP	Recast.AI	Acquisition of Majority Stake	91416
19/01/18	TPG Capital, Founder, Management	Trace Partners	LBO (Leverage Buy Out)	89390
17/01/18	Cofely Endel,	CEP Industrie	Acquisition of Majority Stake	9828
16/01/18	Silfox (now Stellau),	Astone Technology	Acquisition of Majority Stake	9946
04/01/18	Vignobles K	Chateau Bellefont Beldier	Acquisition of Majority Stake	88374
03/01/18	Naxicap Partners, Management,	Deck Développement	LBO (Leverage Buy Out)	13013
02/01/18	Securitas AB,	Automatic Alarm	Acquisition of Majority Stake	24620



Le coût des quasi-fonds propres - 3

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



Si l'obligation convertible est un produit fortement utilisé en Europe, aussi bien dans les marchés financiers que hors marchés financiers, il n'en est pas de même aux Etats Unis où il s'agit d'un produit d'émetteurs dits spéculatifs. On lui préfère les *mandatory convertible bonds*, soit en français les obligations remboursables en actions (ORA). Ce produit, apparemment proche des obligations convertibles, s'en éloigne cependant sur des points essentiels conduisant à une valorisation et à un coût spécifiques. Cette note sera consacrée à l'analyse de ce produit financier.



L'ORA est un titre obligataire classique, défini par sa taille, le nombre de titres émis, sa maturité et ses conditions de rémunération, mais qui présente l'originalité, lorsque l'emprunt arrive à échéance, de rembourser le porteur non pas en espèces mais en actions de l'émetteur selon un ratio fixé à l'émission. L'amortissement est toujours *in fine* et le remboursement s'effectue intégralement à l'échéance. Il s'agit donc d'un titre mutant par excellence : le porteur est initialement un créancier, et il devient obligatoirement à terme un actionnaire. Le caractère hybride de ce titre est plus marqué que celui d'une obligation convertible puisque dans ce cas, une sortie en trésorerie est possible pour le porteur (lorsqu'il ne lève pas son option de conversion). Les primes d'émission sont rares et l'essentiel de la rémunération du porteur consiste en des intérêts. Les textes présidant à la création des ORA autorisent un remboursement non seulement en actions ordinaires, mais aussi en actions de préférence. De même, si dans sa définition originelle le remboursement en actions était synonyme d'augmentation de capital, il est possible en France depuis la loi du 2 juillet 1998 de procéder à un remboursement en actions nouvelles ou en actions déjà existantes et d'échapper ainsi à un effet dilutif. Très présent dans les opérations de *private equity*, ce produit est aussi utilisé aux Etats-Unis par les sociétés cotées.

Si d'un point de vue juridique ce titre est incontestablement un titre de créances, l'analyse de sa rationalité économique conduit à une appréciation différente. C'est l'examen des modalités de création de valeur pour le porteur qui guidera notre analyse. Considérons par exemple une ORA de valeur initiale 100, de maturité 6 ans et versant un coupon de 7%. Actualisés au taux, disons, de 2%, la somme des intérêts a une valeur initiale de 39,2. Le porteur espère donc que la dé-

-tention de l'action lui permettra a minima de percevoir l'équivalent d'une valeur actuelle de 60,8 et même au-delà s'il souhaite que son investissement soit bénéficiaire. Dans son calcul de rentabilité, la phase obligataire s'efface donc au profit de la phase action qui devient la motivation essentielle de son acquisition. Pour cet investisseur, l'ORA ressemble fort à un achat à terme d'action assorti, avant que l'acquisition ne devienne effective, de la perception d'intérêts. L'analyse serait bien sûr différente si la durée de vie de l'ORA était plus importante et surtout sa rémunération plus élevée (par exemple, une rémunération de 15% pendant 10 ans) auquel cas on pourrait penser que la perception des intérêts serait la motivation première de l'acquisition de l'ORA, la valeur de l'action acquise à terme important peu. Mais de telles conditions d'émission se heurtent à la volonté de l'émetteur de maîtriser ses coûts et se révèlent irréalistes. Cette divergence de point de vue entre le juriste et le financier constitue d'ailleurs un des intérêts de ce produit puisqu'il est à l'origine d'une fiscalité avantageuse : pour l'émetteur comme pour l'investisseur, et tant que qu'une éventuelle faillite semble improbable, une émission d'ORA se ramène à une émission d'actions qui, dans une première phase, versent une rémunération déductible de la base imposable (au lieu de dividendes non déductibles) et qui ne sont pas votantes.

Les opérations à terme sont toujours risquées puisque émetteur et souscripteur s'engagent à vendre pour l'un et acquérir pour l'autre une action dont la valeur est incertaine. Aussi, la plupart des contrats d'émission instaurent des clauses conduisant à une réduction des risques. Ces clauses permettent de renoncer au projet initial et de rompre le contrat. L'émetteur dispose ainsi d'options de rachat anticipé des ORA qu'il exercera lors-



> Le coût des quasi-fonds propres - 3

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

-que le cours des actions s'envolera et que le porteur pourra ainsi les acquérir à faible prix. De façon symétrique, le souscripteur détient des options de revente à l'acquéreur qui lui permettront de bénéficier de ce prix de revente en lieu et place de la valeur de l'action lorsque celle-ci aura chuté dans des proportions importantes.

La détermination du coût d'émission des ORA suppose que l'on ait préalablement fourni quelques indications sur la détermination de leur valeur. L'ORA n'est pas dans son essence un produit optionnel. Si l'on exclut les options présentées au paragraphe précédent et dont la valeur vient s'ajouter ou se retrancher à celle de l'ORA, ce produit financier ne donne pas la faculté à son détenteur de faire ou de ne pas faire : le remboursement à terme en actions est certain et le porteur ne peut pas opter pour une sortie en trésorerie. De ce fait, la valorisation est techniquement plus simple. Conformément à l'analyse précédente, on considérera que la détention d'une ORA peut être assimilée à la détention d'une action, compte tenu des intérêts versés lors de la première phase et des dividendes qui ne seront pas perçus. Il faut aussi prendre en compte la décote liée à l'absence de droit de vote et, pour les ORA cotées, celle correspondant à une liquidité généralement plus faible que pour l'action. Toutefois, en

ce qui concerne le domaine du hors-cote, la valeur du droit de vote est bien souvent fortement limitée par l'existence de pactes d'actionnaires qui viennent assurer une certaine liberté aux actionnaires majoritaires. Pour de telles sociétés et du point de vue de l'émetteur, la valeur de l'ORA s'écrit comme suit (en supposant une parité de remboursement de une pour une) :

$$\begin{aligned} & \text{Valeur à l'émission de l'ORA} \\ & = \\ & \text{Valeur de l'action à la date d'émission} + \text{somme des} \\ & \text{intérêts nets d'impôts actualisés au coût de la dette} - \\ & \text{somme des dividendes actualisés au coût des fonds} \\ & \text{propres} \end{aligned}$$

Dans cette équation, seuls les dividendes futurs sont délicats à déterminer ; on ne peut que formuler des hypothèses. Dans l'ensemble, le coût des intérêts nets d'impôts est proche de celui des dividendes non versés. De sorte que le coût de l'ORA pour l'émetteur est proche de celui de l'action. Bien que qualifié juridiquement de dette, une ORA devra donc être valorisée dans un calcul de WACC au coût des fonds propres. Ce résultat est assez différent de celui concernant les obligations convertibles (cf *L'observatoire de la valeur des moyennes entreprises* n°7).

> Ph. Raimbourg
Université Panthéon-Sorbonne
et ESCP Europe.
www.ingefi.academy.





Tél : +33 1 44 77 82 82

Fax +33 1 44 77 82 28

www.cncc.fr



Tél : + 33 44 15 60 00

Fax : + 33 44 15 90 05

www.experts-comptables.fr

Immeuble Le Jour
200-216 rue Raymond Losserand
75680 Paris cedex 14