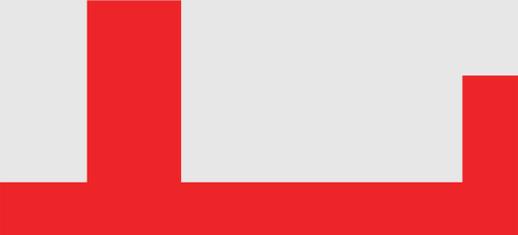
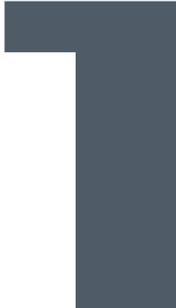


ANALYSE DES OFFRES PUBLIQUES
2017

5ÈME ÉDITION
JANVIER 2018



- 
- I. PRÉAMBULE
 - II. SYNTHÈSE ET CHIFFRES CLÉS
 - III. PANORAMA DES OPÉRATIONS EN 2017
 - IV. PRIMES OFFERTES
 - V. PARAMÈTRES FINANCIERS
 - VI. ACCORDS CONNEXES
 - VII. ANNEXES
 - VIII. DISCLAIMER, CONTACTS ET LIENS UTILES
- 



I. PRÉAMBULE

Contexte



Ledouble a réalisé pour la cinquième année consécutive son étude des offres publiques sur le marché français, et a le plaisir de la présenter ci-après au titre de 2017.

Cette étude vise à :

- analyser les pratiques de marché, notamment en termes de primes proposées aux actionnaires, et à les replacer dans le contexte boursier de l'année ;
- mettre en avant les méthodes d'évaluation et les paramètres sous-jacents dont, d'une part, le rendement de marché tel qu'appréhendé par Ledouble et, d'autre part, les taux d'actualisation et de croissance utilisés par les experts indépendants et les établissements présentateurs intervenant dans ces opérations ;
- approfondir l'examen de la structuration des offres publiques, au regard de la présence éventuelle d'accords dits « connexes ».

Les informations exploitées au titre de 2017 sont celles mises à la disposition du public par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sur son site d'informations en ligne ; nous nous référons pour l'historique à des études antérieures.



Stéphanie Guillaumin
Associée



Olivier Cretté
Associé

Glossaire

> AMF	Autorité des Marchés Financiers
> ANR	Actif Net Réévalué
> APEI	Association Professionnelle des Experts Indépendants
> CAC All Tradable	ex SBF 250
> CE	Commission Européenne
> CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
> CoC	<i>Cost of Capital</i> (coût du capital)
> DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> (actualisation des flux prévisionnels de trésorerie)
> DFCG	Association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion
> FMI	Fonds Monétaire International
> MEDAF	Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers
> OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
> OPA	Offre Publique d'Achat
> OPAS	Offre Publique d'Achat Simplifiée
> OPE	Offre Publique d'Échange
> OPES	Offre Publique d'Échange Simplifiée
> OPA / OPE	Offre mixte OPA / OPE
> OPAS / OPES	Offre mixte OPAS / OPES
> OPR	Offre Publique de Retrait
> OPRA	Offre Publique de Rachat d'Actions
> OPR-RO	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
> RO	Retrait Obligatoire
> SFAF	Société Française des Analystes Financiers
> SFEV	Société Française des Évaluateurs
> WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (CMPC)



II. SYNTHÈSE ET CHIFFRES CLÉS

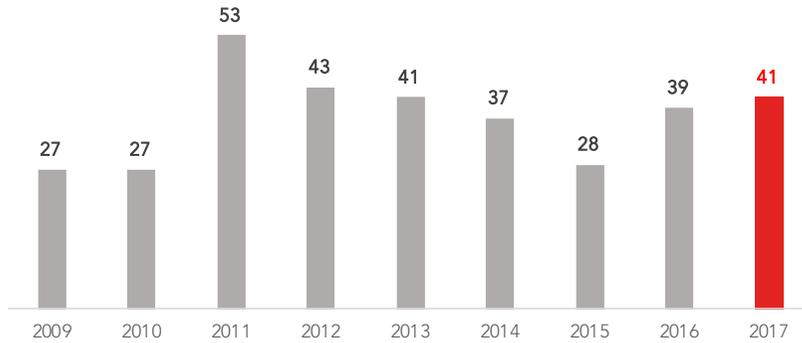


- > Le périmètre de l'étude porte sur les opérations ayant obtenu le visa de l'AMF en 2017 et relevant de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.
- > La poursuite de la reprise du nombre d'offres en 2017 dans le prolongement de 2016 est associé à **un niveau de prime en baisse** :
 - **41 opérations ont été visées par l'AMF en 2017**, soit un niveau globalement équivalent à celui constaté en 2016 (39 opérations), qui faisait suite au fléchissement observé en 2014 et en 2015 ; en définitive **le nombre d'opérations de 2017 a rejoint celui de 2013** ;
 - En majorité, les opérations revêtent un **caractère économique**, avec une dominante OPAS, et ont été **initiées par des industriels**, dans le **secteur non financier**.
 - **Le niveau de prime moyen sur les cours de bourse spot** *i.e.* à l'annonce de l'opération et **3 mois**, respectivement d'environ **23%** et **26%**, est **en retrait** par rapport à celui constaté en 2016 (de l'ordre respectivement de 37% et 36 %).
- > Le niveau de prime est en moyenne **plus élevé sur les opérations à caractère économique (OPA, OPAS, OPA/OPE, OPAS/OPES)**, par rapport aux opérations à caractère technique (OPRA, OPR, OPR-RO), et **sur celles initiées par des industriels** ; à titre indicatif, par référence au cours de bourse 3 mois :
 - **La prime moyenne sur le cours de bourse 3 mois** sur les **OPA** (4 opérations) et **OPAS** (23 opérations) avoisine respectivement **26%** et **32%** alors que celle observée sur les **OPRA** (3 opérations) et **OPR-RO** (6 opérations) ressort respectivement à environ **17%** et **16%** ;
 - **La prime moyenne sur le cours de bourse 3 mois** des opérations initiées par des **industriels** (29%) est **supérieure** à celle proposée par des **financiers** (20%) ;
 - Les **opérations mixtes OPA / OPE** (1 opération) et **OPAS / OPES** (3 opérations) affichent des **primes sur le cours de bourse 3 mois** respectivement de l'ordre de **15%** et de **24%** ;
 - La seule **OPR** visée en 2017 offre une **prime sur le cours de bourse 3 mois** de près de **8%**.
- > Plus de **80%** des opérations (33 sur 41) ont visé **moins de la moitié du capital** des sociétés cibles.
- > La présence fréquente d'**accords connexes** aux offres publiques continue de se renforcer.

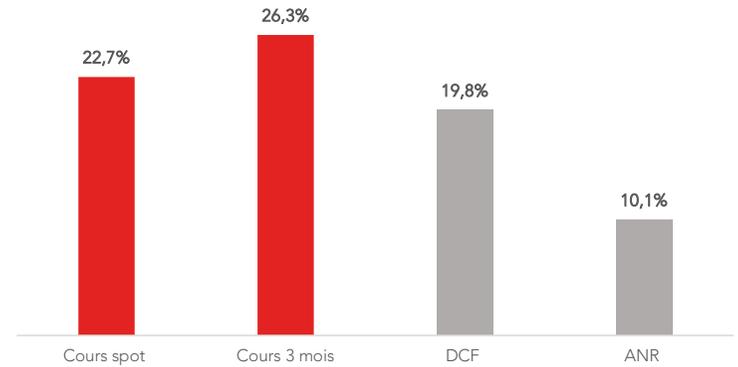
Chiffres clés



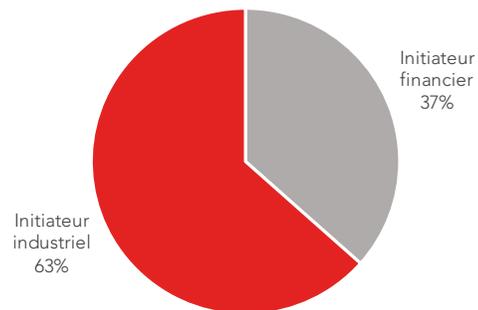
41 offres publiques en France en 2017



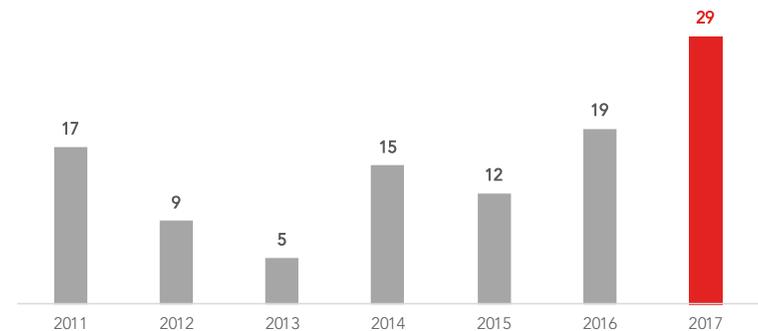
26,3% de prime par rapport au cours 3 mois



63% d'initiateurs industriels



Nombre d'offres incluant des accords connexes





III. PANORAMA DES OPÉRATIONS EN 2017

Un nombre d'offres en croissance pour la deuxième année consécutive



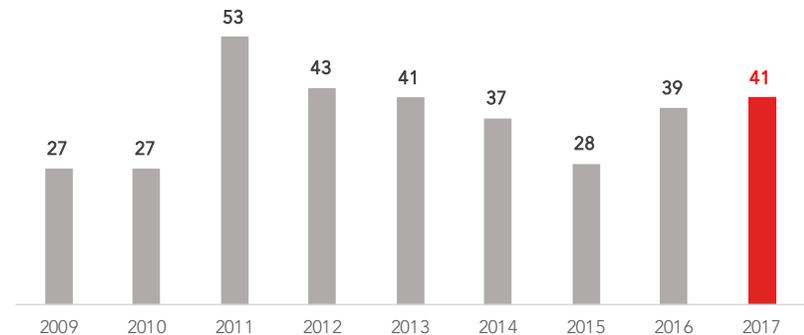
En 2017, 41 offres publiques portant sur les titres de sociétés françaises cotées ont obtenu le visa de l'AMF :

- l'offre déposée par **Nina** sur les titres **Euromedis Groupe** en décembre 2016, a été visée par l'AMF en janvier 2017 ;
- après l'offre sur Foncière de Paris SIIC déposée par Eurosic puis Gecina en 2016, finalement lancée par Eurosic, **Gecina** a déposé une offre mixte (OPES/OPAS) sur les titres d'**Eurosic** en août 2017 ;
- Vivendi a déposé une OPAS sur les titres **Havas Group** (septembre 2017) puis une OPR-RO (novembre 2017) ;
- **Areva** a fait l'objet d'une OPR initiée par l'État français visée en juillet 2017 ;
- l'opération **SFR / Altice**, qui n'avait pas reçu le visa de l'AMF en 2016 (OPES) s'est soldée par une OPR visée en septembre 2017 ;
- l'OPA déposée en décembre 2017 par Allianz sur les titres **Euler Hermes** est en attente de visa à fin 2017.

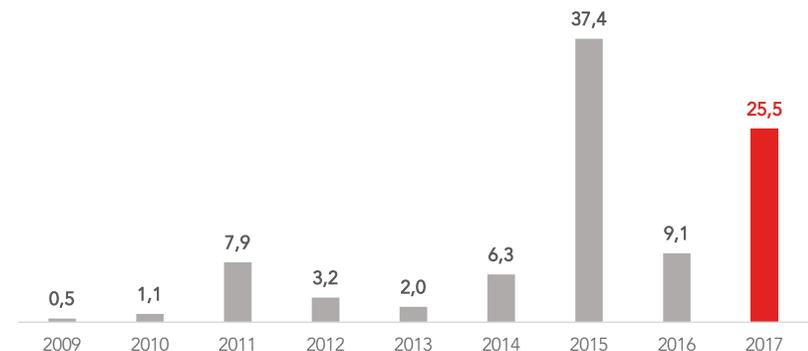
Les sociétés visées par les offres affichent une **valorisation globale de 110 Md€** (versus 32 Md€ en 2016). 10 sociétés affichent une valorisation d'au moins 1 Md€.

Les 41 offres publiques recensées se sont traduites par un **capital visé de plus de 25 Md€**. Ceci s'explique notamment par la présence de 4 opérations (Christian Dior, Zodiac Aerospace, Havas Group, CIC) importantes (capital visé pour chacune de ces opérations supérieur à 1 Md€) représentant **85% du total du capital visé**.

41 offres publiques en France en 2017



25,5 Md€ de capital visé en 2017



Des offres initiées par l'actionnaire de référence et des industriels



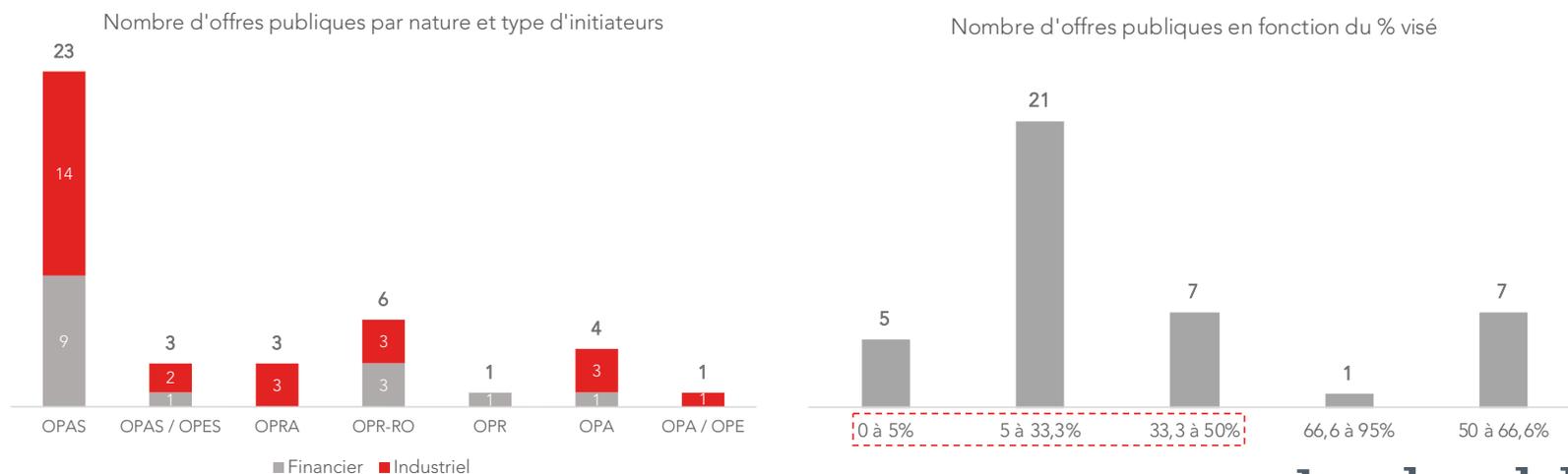
Plus de 80% des opérations (33 sur les 41 recensées en 2017) ont été initiées par un actionnaire détenant déjà la majorité du capital de la société cible, étant rappelé que les seuils de déclenchement des offres, régis par le règlement général de l'AMF, peuvent influencer sur la nature et la qualification de l'opération.

56% des opérations analysées ont permis le renforcement d'une participation (23 OPAS en 2017 en progression par rapport aux 16 OPAS en 2016) tandis que 24% des opérations ont été réalisées pour des raisons purement techniques :

- > 7 opérations (Ulric de Varens, CCA International, Demos, Areva, SFR, Havas, Foncière Développement Logements) avaient pour objectif le retrait de cote (OPR, OPR-RO) ;
- > 3 opérations (Gaumont, Netgem et Assystem) ont concerné des rachats d'actions visant à redistribuer une partie de la trésorerie aux actionnaires (OPRA), le cas échéant postérieurement à une cession préalable d'actifs.

26 opérations ont impliqué des initiateurs industriels (63%) et 15 opérations des initiateurs financiers (37%) :

- > les industriels ont initié tous les types d'opération, à l'exception d'une OPR ;
- > les financiers ont initié essentiellement des OPAS.



Des offres visant surtout le secteur non financier

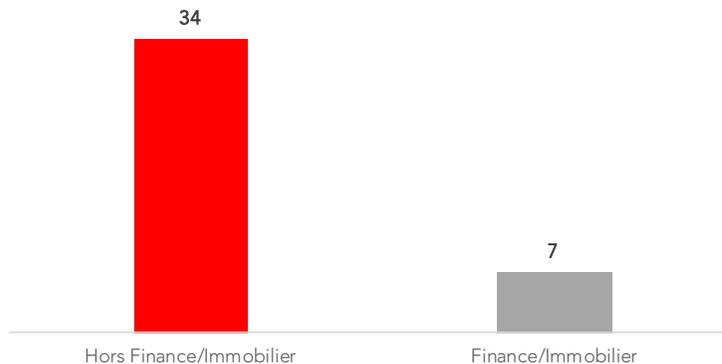


Les offres, catégorisées par secteur, ont visé, hors secteur Finance/Immobilier :

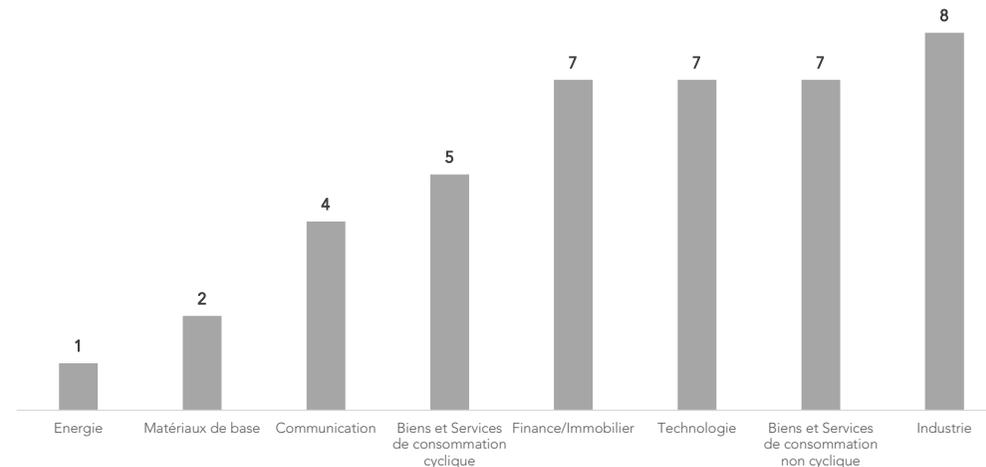
- > pour une grande partie des sociétés opérant, selon une typologie sectorielle courante (*Bloomberg*), dans les **secteurs Industrie** (8 opérations), **Biens et services de consommation non cyclique** (7 opérations) et **Technologie** (7 opérations) ; et
- > dans une moindre mesure les secteurs **Biens et services de consommation cyclique** (5 opérations), **Communication** (4 opérations), **Matériaux de base** (2 opérations) et **Énergie** (1 seule opération) ;

Dans la continuité de l'année 2016, le segment **Immobilier** a été actif, avec 3 opérations sur les 7 du secteur Finance/Immobilier. A l'exception de l'offre sur les titres de Foncière Développement Logements (OPR-RO), les autres opérations concernaient des renforcements de participations (OPAS, OPAS / OPES).

Nombre d'offres publiques par secteur



Nombre d'offres publiques par secteur



Le recours à des experts indépendants

Toutes les offres publiques susceptibles de générer des conflits d'intérêt au sein du Conseil d'administration, du Conseil de surveillance ou de l'organe compétent de la société cible ainsi que l'ensemble des retraits obligatoires doivent faire l'objet d'une expertise indépendante (article 261-1. I et II du règlement général de l'AMF).

L'expert indépendant, désigné par les organes de gestion de la société dont les titres sont visés par l'offre, a pour mission d'émettre une opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes par la société initiatrice de l'opération aux actionnaires de la société dont les titres sont visés par l'offre ; il agit ainsi dans le sens de la protection des actionnaires minoritaires et des petits épargnants.

L'étude ne couvre pas les expertises indépendantes :

- qui ont été menées dans le cadre de l'article 261-2 et de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF régissant les augmentations de capital réservées (le cas échéant assorties d'une offre publique relevant de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF) et la nomination d'un expert indépendant à titre volontaire, ou/et réalisées à la demande des organes compétents (Areva, CGG, Groupe Flo, Le Tanneur par exemple),
- effectuées conformément à la position-recommandation DOC-2015-05 de l'AMF sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs des sociétés cotées.

Certaines offres ont été précédées d'opérations de détournement au titre desquelles l'expert indépendant a été amené à se prononcer dans le cadre de l'article 261-3 précité du règlement général de l'AMF ; à titre d'exemple, nous sommes intervenus, avant d'émettre une opinion sur l'offre en tant que telle, au stade :

- de la **cession à Batipart par Eurosic, au sein de son Pôle Diversification, des titres de participation détenus dans des sociétés porteuses d'actifs de diversification**, préalablement à l'OPAS/OPES initiée par Gecina sur les titres Eurosic, et
- du **transfert à une société de gestion au sein d'Ardian du contrôle des entités comprises dans le champ de la division de R&D externalisée Global Product Solutions (GPS) d'Assystem**, préalablement à l'OPRA lancée par Assystem de ses propres titres.

En 2017, une seule offre (Netgem) parmi les 41 opérations recensées n'a visiblement pas donné lieu à la désignation d'un expert indépendant. Comme en 2016, deux tiers des expertises indépendantes visées par l'AMF en 2017 ont été réalisées par des membres de l'APEI.



IV. PRIMES OFFERTES

Des primes sur le cours de bourse en repli mais encore élevées

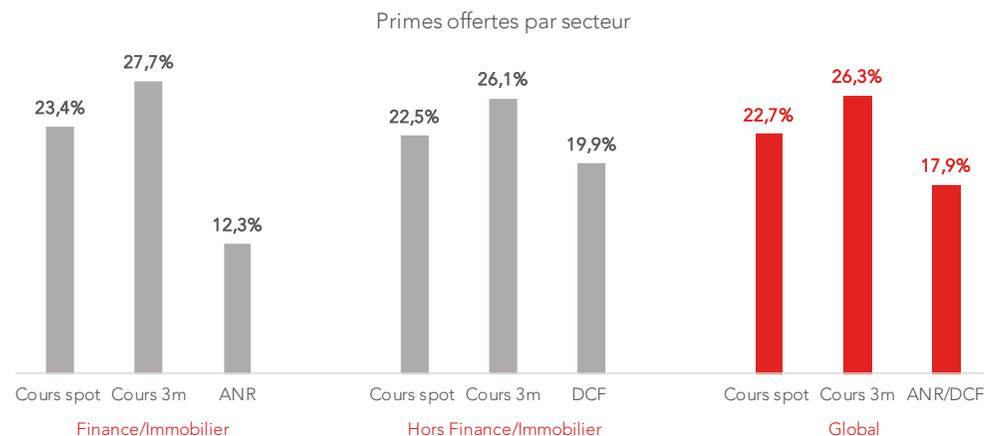


Dans un contexte boursier favorable (+10% du CAC All Tradable en 2017), les offres publiques font ressortir des primes moyennes qui varient en fonction des critères choisis (hors extrêmes en valorisation intrinsèque : Eurodisney, Traqueur et Areva) :

- > + 23% par rapport au dernier cours de bourse (versus + 37% en 2016) ;
- > + 26% par rapport au cours de bourse 3 mois (versus + 36% en 2016) ;
- > + 18% par rapport à la valeur intrinsèque (DCF/ANR) (versus + 7% en 2016) .

Les prix d'offre extériorisent des **primes sur le cours spot et sur le cours de bourse 3 mois supérieures à celles ressortant des approches de valorisation intrinsèque** en :

- > **DCF pour les sociétés commerciales**, confirmant la faiblesse des cours des sociétés visées par rapport à leur valeur intrinsèque (problématique d'efficacité des marchés et d'accès de l'actionnaire minoritaire à l'information financière de première source, notamment au plan d'affaires) ;
- > **ANR pour les sociétés financières et immobilières**, au vu de la décote d'ANR affectée à ces entités en raison de leur activité (holding, gestion d'actifs immobiliers,...) ; pour mémoire, dans des cas particuliers, cette méthode est également appliquée à des entités commerciales.



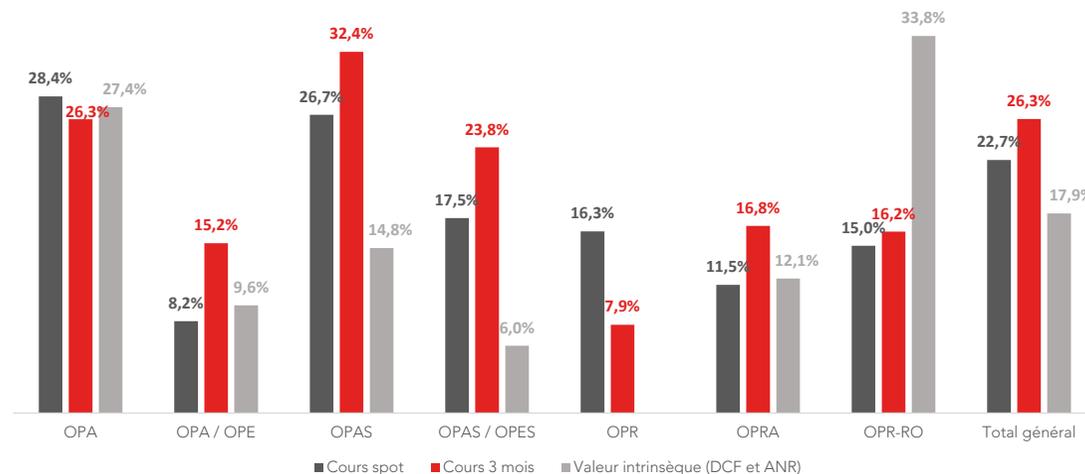
Des primes représentatives par type d'opération



Les niveaux de prime sur le cours moyen 3 mois et la valorisation intrinsèque reflètent les caractéristiques des opérations ; à titre illustratif :

- > **prime de prise de contrôle ou de renforcement du contrôle dans le cas des OPA et OPAS** : le niveau moyen élevé de la prime constatée sur les cours 3 mois, de l'ordre respectivement de 26% et 32%, est tiré à la baisse par trois opérations (Accès Industrie, Alpha Mos, Thermocompact) ;
- > **primes offertes sur les OPR-RO** : le niveau moyen de la prime, de l'ordre de 16%, constaté sur les cours 3 mois, est nettement inférieur à celui de près de 34% observé sur la valeur intrinsèque ; ce niveau de prime en DCF/ANR est rehaussé par deux opérations (Ulric de Varens et Foncière Développement Logements, laquelle déroge à la décote d'ANR généralement observée sur les sociétés immobilières). Plus généralement, la faible liquidité des titres tend à limiter la pertinence de la référence au cours de bourse comme critère d'appréciation du niveau de prime.

Prime par nature d'opération



Un complément de prime offert par les investisseurs industriels



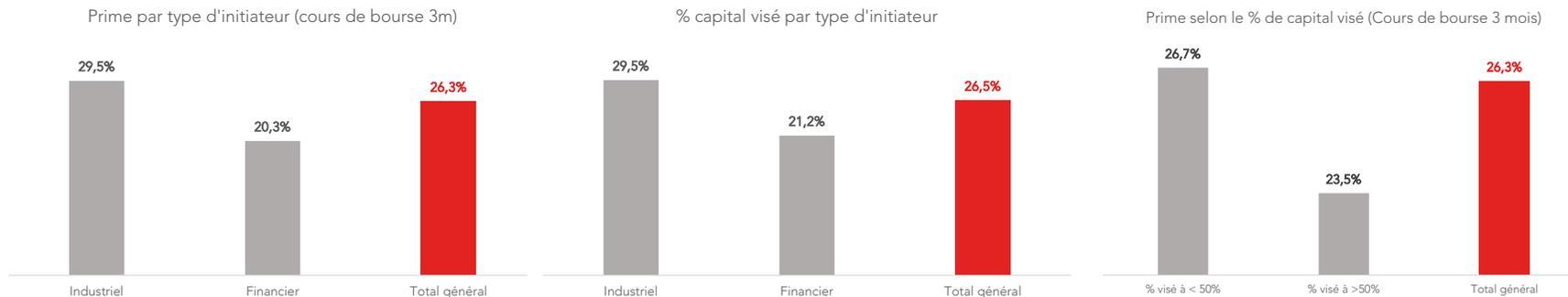
Le constat général des offres visées en 2017 réside dans le complément de prime offert par les investisseurs **industriels** (environ 29%) comparativement aux investisseurs **financiers** (environ 20%) par référence au cours de bourse 3 mois.

Au vu plus précisément des primes offertes sur les **27 offres publiques d'achat non mixtes (23 OPAS, 4 OPA)**, impliquant en tant qu'initiateurs 17 industriels et 10 financiers, **les industriels** proposent une prime sur le cours de bourse 3 mois très sensiblement **supérieure** (35%) à celle offerte par **les financiers** (21%) ; pour mémoire, certaines opérations initiées par des entités holding ont néanmoins été considérées dans notre typologie comme ayant été initiées par des industriels au regard des activités opérationnelles de leurs participations, à la différence par exemple de fonds d'investissement à vocation purement financière.

Ce surplus de prime peut s'expliquer par :

- > un capital visé supérieur pour les investisseurs industriels comparativement aux investisseurs financiers (presque 30% *versus* 21%), cette tendance étant pérenne par rapport à 2016 (49% *versus* 27%) ;
- > la prise en compte de synergies économiques attendues par les investisseurs industriels que les investisseurs financiers ne recherchent pas nécessairement.

Les opérations portant sur plus de 50% du capital des sociétés cibles extériorisent en moyenne une prime de l'ordre de 24% (*versus* 36% en 2016), relativisant le niveau de prime de contrôle par rapport à la prime moyenne d'environ 27% (*versus* 42% en 2016) pour les autres opérations destinées à acquérir moins de 50% du capital des sociétés cibles.





V. PARAMÈTRES FINANCIERS

Rendement de marché

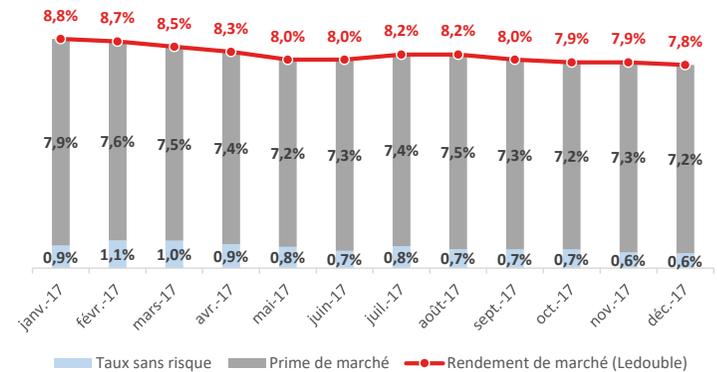
Sur la base des modèles développés par Ledouble, l'année 2017 se caractérise par **une diminution du rendement de marché français** de l'ordre de 100 points de base à 7,8% en décembre 2017 versus 8,8% en janvier 2017 :

- > marquée sur le premier semestre 2017 dans le contexte des élections présidentielles françaises ;
- > résultant de la combinaison des taux traditionnellement retenus pour estimer le « taux sans risque » et des primes de marché déterminées mensuellement.

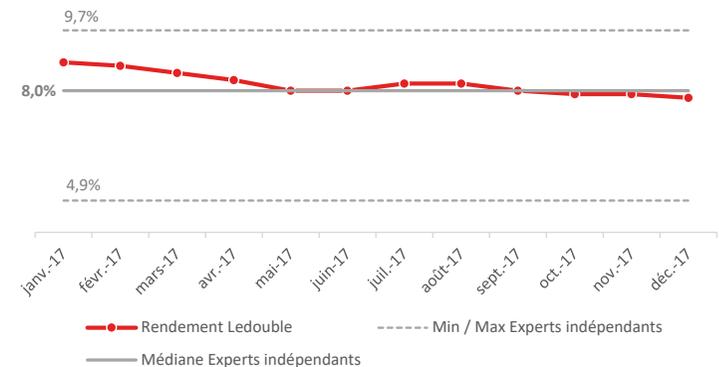
À l'examen de leurs rapports, les experts indépendants ont retenu des taux compris **entre 4,9% et 9,7%** avec un taux médian égal à 8,0% équivalent à celui constaté de 2015 et 2016, étant mentionné que :

- > l'utilisation de moyennes historiques par certains experts tend à atténuer les effets conjoncturels ;
- > des biais méthodologiques sont possibles entre les différentes approches d'évaluation.

Evolution du rendement de marché en 2017



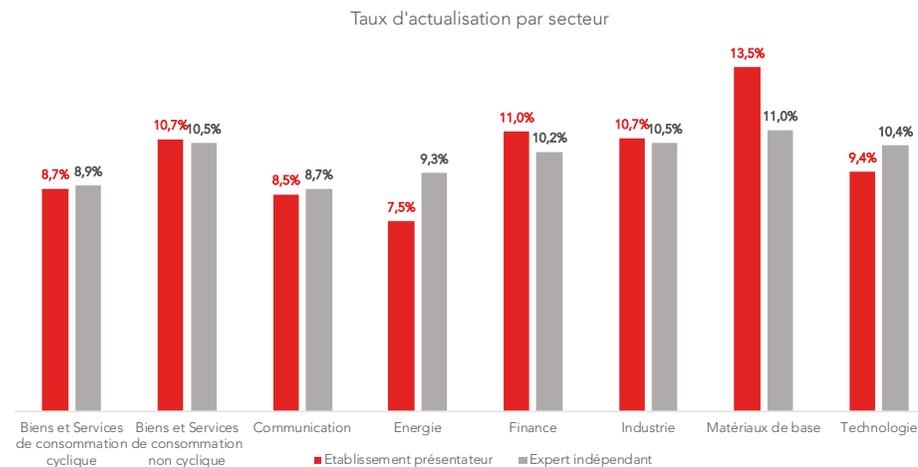
Rendements des experts indépendants



Taux d'actualisation



La comparaison des taux d'actualisation appliqués aux flux prévisionnels de trésorerie (DCF) en valorisation intrinsèque, par les experts indépendants et les établissements présentateurs, rompt en 2017, pour certains secteurs, la présomption du recours à des taux d'actualisation souvent moins élevés par les premiers comparativement aux seconds, eu égard à leur rôle respectif dans l'appréciation de la valorisation de la société cible pour le compte, d'une part, des actionnaires minoritaires et, d'autre part, de l'initiateur.



Dans certaines opérations, l'expert indépendant se démarque méthodologiquement de l'établissement présentateur :

- > par le calcul d'un taux d'actualisation en fonction du coût du capital (CoC), par application du MEDAF (rentabilité attendue de l'actif économique au regard du risque y afférent (beta)) ;
- > l'établissement présentateur ayant recours au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) tenant compte de la structure de financement de la société cible.

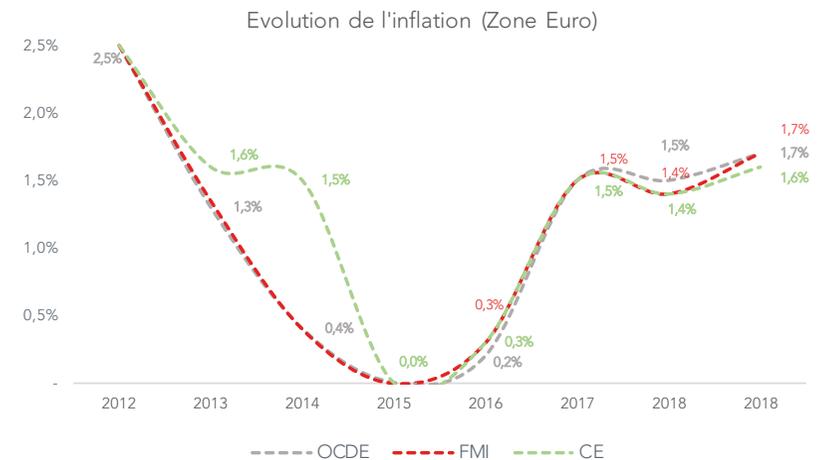
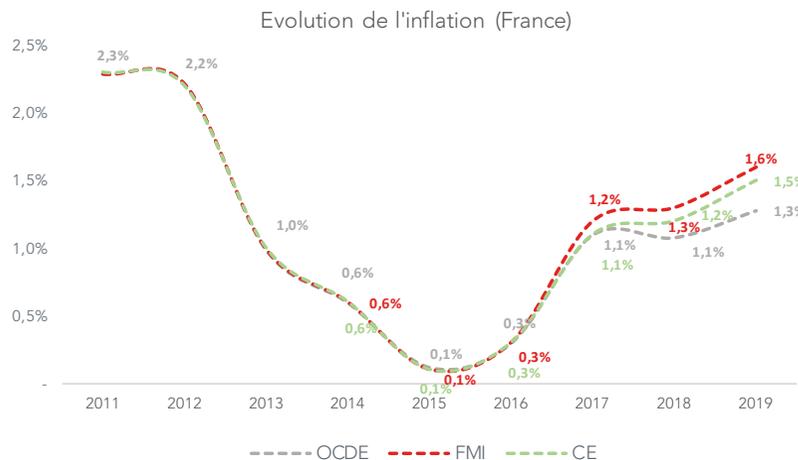
Taux de croissance



La comparaison des taux de croissance perpétuelle retenus respectivement par les experts indépendants et les établissements présentateurs pour le calcul, au-delà de la période explicite de prévisions, de la valeur terminale en DCF met en évidence un relatif consensus (en moyenne **1,7%** en 2017 *versus* 1,6% en 2016 pour les premiers et 1,6% en 2017 *versus* 1,8% en 2016 pour les seconds).

La croissance normative est réputée assimilable à l'inflation, à volume de marché constant.

Ces taux de croissance peuvent être rapprochés des prévisions long terme d'inflation disponibles pour la France et la zone Euro :





VI. ACCORDS CONNEXES

Un nombre croissant d'accords connexes



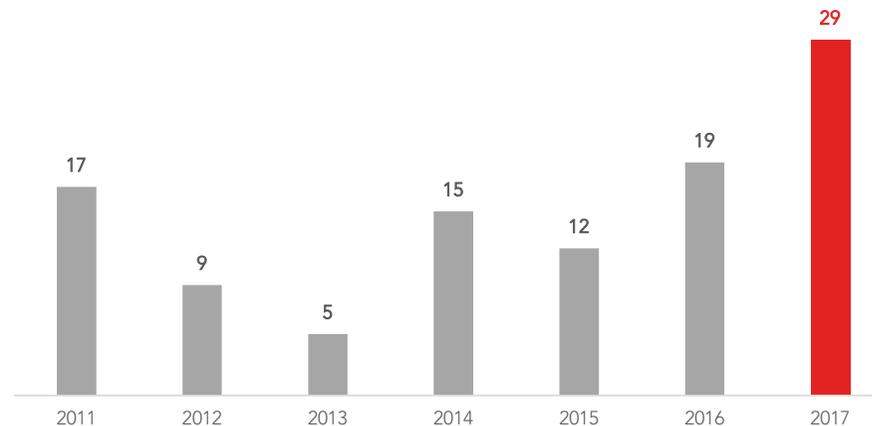
L'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF dispose que la nomination d'un expert indépendant est notamment requise lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée.

Les experts indépendants sont confrontés de plus en plus à la problématique des accords et opérations connexes, ainsi qu'à leur impact sur la détermination du prix d'offre et le cas échéant de la parité (OPE/OPES), étant toutefois précisé que cette notion n'est pas juridiquement définie et, dès lors, peut être extensive (à titre d'exemples : cessions de blocs préalables à l'offre, renforcement de la participation de l'initiateur au travers de promesses de vente, compléments de prix, accords entre l'initiateur et le management de la cible, réorganisations préalables à l'offre, avances consenties par la cible à l'initiateur, engagement de liquidité sur les titres de la cible, organisation de la gouvernance postérieurement à l'offre,...).

Pour mémoire, les cessions d'actifs préalables à certaines offres sont assimilées à des opérations connexes, dans la mesure où l'expert indépendant atteste que ces opérations en amont de l'offre ne préjudicient pas aux intérêts des actionnaires.

En 2017, plus de deux tiers des offres publiques ont été associées à des accords et opérations considérés comme connexes (29 opérations), par référence aux avis rendus à ce titre par les experts indépendants dans leurs rapports.

Nombre d'offres incluant des accords connexes



Une analyse spécifique des accords connexes est réalisée par Ledouble en marge de la présente étude.

Des accords connexes diversifiés



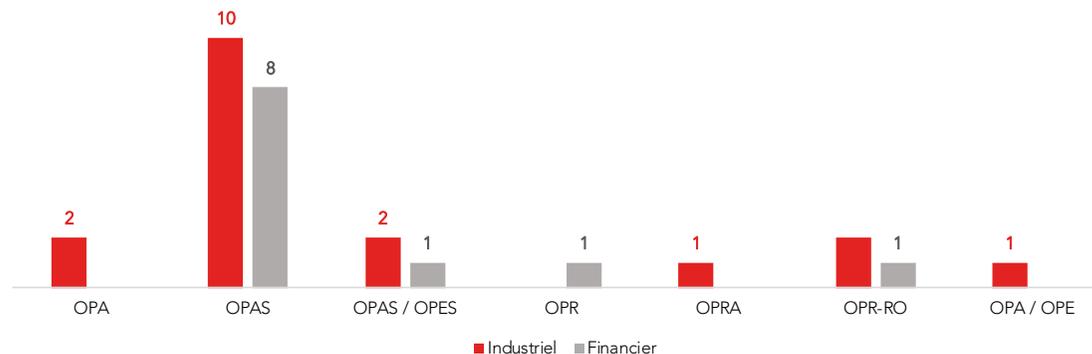
Au cours de l'année 2017, la présence d'accords connexes aux offres publiques s'est renforcée.

Les accords connexes relatifs aux 29 opérations de 2017 concernées par leur existence portent sur :

- > principalement des opérations d'achat (OPAS et OPA), ce qui apparaît cohérent avec la part relative de ces opérations dans le total des offres visées en 2017 ;
- > des opérations portant majoritairement sur moins de 50% du capital des sociétés cibles, qui représentent également une part essentielle des offres visées en 2017 ;
- > principalement des **constitutions de blocs** (organisation d'un concert, engagement d'apport et de cession, augmentation de capital), des **réorganisations** (cession de filiales, opération sur le capital, restructuration de la dette, transformation de la forme juridique) et des **accords de liquidité** (attribution d'actions gratuites, actions de préférence, options de souscription d'actions).

Ces accords sont encore **conclus majoritairement par des investisseurs industriels** (18 opérations en 2017 versus 14 opérations en 2016), avec **une présence accrue sur l'ensemble de ces accords, comparativement à 2016, des investisseurs financiers** (11 opérations en 2017 versus 5 opérations en 2016).

Nombre d'offres incluant des accords connexes par nature et type d'initiateur





VII. ANNEXES



- Annexe 1 Synthèse des opérations visées par l'AMF en 2017
- Annexe 2 Classification des offres publiques par secteur
- Annexe 3 Quelques rappels sur le processus d'offre publique
- Annexe 4 Principaux types d'offres publiques
- Annexe 5 Approches du rendement de marché par Ledouble
- Annexe 6 Modèles Ledouble
- Annexe 7 Composition de l'équipe Ledouble



Annexe 1 : Synthèse des opérations visées par l'AMF en 2017



	Date visa AMF	Société Cible	Société initiatrice	Type d'offre	Accords connexes
1	17/01/2017	Euromedis Groupe	Nina	OPA	
2	31/01/2017	Valtech	SiegCo	OPAS	✓
3	31/01/2017	Salvepar	Tikehau Capital	OPAS / OPES	✓
4	31/01/2017	A2micile	VLC Holding	OPAS	✓
5	31/01/2017	Tessi	Pxel Holding	OPAS	✓
6	28/03/2017	Duc	Aurelia Investments BV	OPAS	✓
7	25/04/2017	Gaumont	Gaumont	OPRA	
8	09/05/2017	Euro Disney	EDL Holding Company, Euro Disney Investments et EDL Corporation	OPAS	
9	06/06/2017	Christian Dior	Sennyramis (société du Groupe Familial Arnault)	OPAS / OPES	✓
10	20/06/2017	Ulric de Varens	Ulric Creations	OPR-RO	
11	20/06/2017	IsCool Entertainment	ICE Participations	OPAS	✓
12	20/06/2017	Fimalac	Groupe Marc de Lacharrière	OPAS	✓
13	20/06/2017	DL Software	DL Invest	OPAS	
14	20/06/2017	SIPH	La Compagnie Financière Michelin SCmA	OPAS	✓
15	04/07/2017	BlueSolutions	Bolloré	OPAS	✓
16	04/07/2017	CCA International	Finapertel	OPR-RO	
17	04/07/2017	Cegid Group	Claudius France	OPAS	✓
18	04/07/2017	Futuren	EDF Energies Nouvelles et EDF Energies Nouvelles Belgium	OPAS	✓
19	04/07/2017	PCAS	Novacap	OPAS	✓
20	18/07/2017	CIC	Banque Fédérative Crédit Mutuel et Mutuelle Investissement	OPAS	
21	18/07/2017	Elam Développement	Finora	OPAS	
22	18/07/2017	Demos	Penthievre SAS	OPR-RO	✓
23	28/07/2017	Areva	Etat Français	OPR	✓
24	19/09/2017	Havas Group	Vivendi	OPAS	
25	19/09/2017	Eurosic	Gecina	OPAS / OPES	✓
26	19/09/2017	Alpha Mos	Jolt capital & Ambrosia Investments AM	OPAS	✓
27	19/09/2017	SFR	Altice	OPR-RO	✓
28	19/09/2017	Netgem	Netgem	OPRA	
29	03/10/2017	Paref	Fosun Property Europe Holdings	OPAS	✓
30	17/10/2017	Accès industrie	Financière Accès industrie	OPAS	✓
31	17/10/2017	Thermocompact	Groupe Thermo Technologies	OPAS	✓
32	17/10/2017	Le Tanneur	Tolomei Participations	OPAS	✓
33	31/10/2017	Assystem	Assystem	OPRA	✓
34	14/11/2017	ANF Immobilier	Icade	OPAS	✓
35	14/11/2017	Vexim	Stryker France MM Holdings SAS	OPAS	✓
36	28/11/2017	Traqueur	Coyote	OPA	
37	28/11/2017	Havas Group	Vivendi	OPR-RO	✓
38	12/12/2017	IGE+XAO	Schneider Electric	OPA	✓
39	12/12/2017	Foncière Développement Logements	Foncière des Régions	OPR-RO	
40	12/12/2017	Astellia	EXFO	OPA	✓
41	21/12/2017	Zodiac Aerospace	Safran	OPA / OPE	✓

Annexe 2 : Classification des offres publiques par secteur



Secteur d'activité	Société Cible	Activité	
Biens et Services de consommation cyclique	Christian Dior	Luxe	
	Etam Groupe	Prêt-à-porter	
	Euro Disney	Parc de loisirs	
	Euromedis Groupe	Dispositifs médicaux	
	Gaumont	Audiovisuel	
Biens et Services de consommation non cyclique	A2micile	Services à domicile	
	Accès industrie	Location de nacelles	
	Assystem	Ingénieur industriel et conseil en innovation	
	Demos	Formation professionnelle	
	Fimalac	Holding de participation	
	Ulric de Varens	Conception et commercialisation de parfums	
	Valtech	Agence de marketing digital	
	Vexim	Produits et service médicaux	
	Communication	CCA International	Centre d'appels
		Havas Group (2 opérations)	Agences publicitaires et conseil en communication
SFR		Equipementier télécoms	
Energie	Futuren	Producteur d'électricité	
Finance	ANF Immobilier	Immobilier	
	CIC	Banques	
	Eurosic	Immobilier	
	Foncière Développement Logements	Immobilier	
	Paref	Investissements immobiliers	
	Salvepar	Holding de participation	
Industrie	Alpha Mos	Systèmes électroniques d'analyse sensorielle	
	Areva	Industrie nucléaire	
	BlueSolutions	Batterie pour véhicules électriques	
	DUC	Production de volailles	
	Le Tanneur	Maroquinerie	
	Thermocompact	Fabrication de fils et torons et le revêtement technologique	
	Traqueur	Géolocalisation de véhicules	
	Zodiac Aerospace	Equipements et systèmes aéronautiques	
Matériaux de base	PCAS	Produits chimiques	
	SIPH	Production de caoutchouc naturel	
Technologie	Astellia	Outils d'analyse de performance des réseaux de téléphonie	
	Cegid	Logiciels	
	DL Software	Logiciels	
	IGE+XAO	Logiciels	
	IsCool Entertainment	Développement de jeux vidéo	
	Netgem	Logiciels	
	Tessi	Traitement de flux de documents et de moyens de paiement	

Annexe 3 : Quelques rappels sur le processus d'offre publique



Seuil de déclenchement des offres publiques

Une offre publique peut être **volontaire** ou **obligatoire**.

Sur le marché réglementé, une offre **obligatoire** doit être déposée par toute personne qui :

- franchit le seuil de détention de **30 %** du capital ou des droits de vote (article 234-2 du règlement général de l'AMF) ;
- détient déjà entre **30 %** et la **moitié du capital**, et augmente sa participation de plus de **1 %** en moins d'un an (article 234-5 du règlement général de l'AMF).

Sur Euronext *Growth* (ex Alternext), le seuil déclencheur de l'offre obligatoire est de **50 %** du capital ou des droits de vote.

Dans le cas d'un dépôt d'offre obligatoire, le prix proposé par l'initiateur doit être au moins égal au prix le plus élevé qu'il a payé au cours des douze derniers mois précédant l'offre (article 234-6 du règlement général de l'AMF).

L'AMF peut demander ou autoriser une modification du prix dans certains cas.

Annexe 4 : Principaux types d'offres publiques



- OPA** Acquisition des titres contre une somme en espèces.
- OPAS** Absence de prise de contrôle de la société cible, mais objectif de l'initiateur de renforcer sa participation ou de fermer le capital ; une OPAS doit être lancée par l'initiateur dès lors qu'il détient préalablement à l'offre plus de **50 %** du capital ou des droits de vote de la société cible. La **procédure simplifiée** s'entend par opposition à la **procédure normale** dans laquelle l'initiateur détient préalablement à l'offre moins de 50 % du capital ou des droits de vote de la société cible.
- OPE** Acquisition des titres en échange d'autres titres cotés, émis ou à émettre ; l'OPE peut également revêtir la forme d'une offre publique d'échange simplifiée (OPES).
- OPR** Offre visant à supprimer un titre de la cote, initiée généralement suite à une OPA ou une OPE et portant sur le solde des titres qui n'ont pas été apportés à l'offre (le flottant) :
- l'OPR peut être obligatoire en cas de transformation radicale de la société (passage en commandite par actions, changement d'activité, fusion avec l'actionnaire de contrôle, cession des principaux actifs,...) ; l'actionnaire contrôlant doit alors lancer une offre pour permettre aux autres actionnaires de sortir du capital ;
 - un actionnaire seul ou agissant de concert, détenant plus de 95% du capital ou des droits de vote de la société, peut lancer une OPR, laquelle peut également être demandée par un actionnaire minoritaire (article 236-1 du règlement général de l'AMF).

Dans les cas visés ci-dessus, l'actionnaire de la société cible reste libre d'apporter ou non ses titres à l'initiateur.

L'expert indépendant intervient sur désignation de la société dont les titres sont visés par l'offre pour délivrer une attestation d'équité sur le prix proposé aux actionnaires en contrepartie de leur désengagement du capital.

Annexe 4 : Principaux types d'offres publiques (suite)



- OPRA** Offre consistant pour une société cotée à racheter ses propres actions ; cette opération est usuellement suivie d'une annulation de ces titres, de nature à reluer au capital l'actionnaire de référence.
- RO** A l'issue de toute offre publique, si les titres non apportés à l'offre représentent **moins de 5 %** du capital et des droits de vote, l'actionnaire majoritaire peut mettre en œuvre un retrait obligatoire sur ces titres.
- › Les actions de la société ayant vocation à être radiées, les actionnaires minoritaires sont contraints de céder leurs titres à un prix tenant compte d'une indemnité d'« expropriation » ;
 - › L'expert indépendant intervient sur désignation de la société dont les titres sont visés par l'offre afin de délivrer une attestation d'équité sur le prix du retrait obligatoire, qui comporte, en l'espèce un caractère indemnitaire.

Annexe 5 : Approches du rendement de marché par Ledouble



La notion de rendement de marché

Le rendement de marché est utilisé dans le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). L'écart entre le rendement de marché et celui de l'actif sans risque correspond à la prime de marché. Le supplément de risque associé à un titre peut être déterminé en pondérant la prime de risque de marché par le coefficient beta du titre.

$$E(\tilde{r}_j) = r_f + \beta_j \underbrace{[E(\tilde{r}_M) - r_f]}_{\text{Prime de marché}}$$

Prime de risque
du titre

Le marché est généralement assimilé à un indice de référence (CAC 40, SBF 120...) et l'actif sans risque à des obligations d'Etats ou d'entreprises notées AAA.

Différentes approches

Deux principales approches permettent d'estimer le rendement de marché :

- > **Historique** : le rendement de marché est estimé à partir de l'observation de rendements historiques sur une période plus ou moins longue.
- > **Prospective** : le rendement de marché est estimé de manière instantanée à partir des capitalisations boursières et des prévisions de résultats et/ou de *cash flows* publiées par les analystes.

Annexe 6 : Modèles Ledouble



Méthodologie

Les modèles développés en interne par Ledouble consistent à estimer le rendement de marché à partir des cours des sociétés cotées et des consensus d'analystes publiés par *Bloomberg*.

En postulant l'efficience du marché, le taux d'actualisation permettant d'égaliser les flux futurs actualisés et la valeur de marché de la société est l'espérance de rendement qui ressort de l'investissement en actions de la société. En considérant comme portefeuille de marché un indice boursier suffisamment large et diversifié, l'espérance de rendement de ce portefeuille peut être approchée comme la moyenne des espérances de rendement de chacune des sociétés composant l'indice, chacune pondérée par le poids du titre dans l'indice.

Modèles mis en place

Nous avons développé trois modèles d'estimation du rendement de marché :

- › Modèle d'actualisation des **résultats nets futurs** ;
- › Modèle d'actualisation des **dividendes futurs** ;
- › Modèle d'actualisation de la **rente de goodwill**.

Pour chacun de ces modèles, nous avons utilisé l'indice boursier *CAC All Tradable* en excluant les sociétés intervenant sur les secteurs bancaire, assurance, immobilier.

Le rendement Ledouble

Nos modèles fournissent à la base une estimation du **rendement de marché en France**.

Nous privilégions l'estimation basée sur le modèle d'actualisation des résultats nets futurs qui limite le nombre d'*inputs* internes.

Une estimation du rendement de marché est réalisée mensuellement.

Annexe 7 : Composition de l'équipe Ledouble



Ont participé à cette étude :

Stéphanie GUILLAUMIN, Associée

- > Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- > Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- > CIIA (Certified International Investment Analyst) –SFAF
- > Membre de l'APEI et de SFEV

Olivier CRETTE, Associé

- > Expert-comptable et commissaire aux comptes
- > EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- > Membre du Comité directeur de l'APEI et membre de la SFEV
- > Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris

Romain DELAFONT, Directeur de mission

- > Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- > Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- > Membre de la SFEV

Apolline BRILLAND, Analyste

- > ESDES Business School of UCLy, Lyon – Master en Finance & Marchés
- > Certified European Financial Analyst – Diplôme délivré par la SFAF



VIII. *DISCLAIMER*, CONTACTS ET LIENS UTILES

Disclaimer



La présente étude a été réalisée à titre strictement **informatif**, sur la base d'informations publiques et issues de nos bases de données.

La retranscription, l'analyse et l'interprétation de ces informations dans le présent document ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de Ledouble.

Contacts

- > Agnès Piniot, Présidente apiniot@ledouble.fr
- > Olivier Cretté, Associé ocrette@ledouble.fr
- > Stéphanie Guillaumin, Associée sguillaumin@ledouble.fr
- > Sébastien Sancho, Associé ssancho@ledouble.fr

Liens utiles

- > AMF <http://www.amf-france.org/>
- > APEI <http://www.apei-experts.org/>
- > Commission Européenne http://ec.europa.eu/economy_finance/
- > Euronext <https://www.euronext.com/>
- > FMI <https://www.imf.org/>
- > Le Journal des OPA <http://www.journaldesopa.com/>
- > Ledouble <http://www.ledouble.fr/>
- > OCDE <http://www.oecd.org/fr/eco/perspectives/>



8, rue Halévy – 75009 Paris
Tel. 01 43 12 84 85
info@ledouble.fr

WWW.LEDOUBLE.FR

