

# Analyse des offres publiques réalisées en 2014 sur le marché français



- Contexte de l'étude
- Quelques rappels sur le processus d'offre publique
- Panorama des opérations 2014
- Primes offertes
- Méthodes d'évaluation
- Paramètres financiers
- Annexes

# Contexte de l'étude

## Contexte de l'étude

Notre étude vise un double objectif :

- analyser les pratiques de marché observées sur les offres publiques intervenues en 2014 **[Annexe 1]**, notamment en termes de **primes proposées** et les replacer dans le contexte boursier de cette période ;
- mettre en avant les **méthodes d'évaluation** et les **paramètres sous-jacents** utilisés par les experts indépendants et les établissements présentateurs dans ces opérations et rattacher ces pratiques aux fondements théoriques.

Les informations exploitées au titre de 2014 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 publiées antérieurement.

# Quelques rappels sur le processus d'offre publique

## Quelques rappels sur le processus d'offre publique

Une offre publique d'acquisition est une procédure boursière qui permet de **prendre le contrôle d'une société cotée en bourse** ou de **renforcer une participation dans une société cotée déjà contrôlée**.

### Les offres publiques « libres »

- **Offre publique d'achat (OPA)** : acquisition des titres contre une somme en espèces.
- **Offre publique d'échange (OPE)** : acquisition des titres en échange d'autres titres cotés, émis ou à émettre.
- **Offre publique d'achat simplifiée (OPAS)** : absence de prise de contrôle d'une société, mais objectif de l'initiateur de compléter sa participation ou de fermer le capital ; une OPAS doit être lancée par l'acquéreur dès lors qu'il détient préalablement à l'offre plus de 50 % du capital.
- **Offre publique de retrait (OPR)** : technique utilisée pour 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.

## Quelques rappels sur le processus d'offre publique

### Le Retrait Obligatoire (RO)

A l'issue de toute offre publique, si les titres non apportés à l'offre représentent moins de 5 % du capital ou 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.

### Seuils 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 Alternext, le seuil déclencheur de l'offre obligatoire est de 50 % du capital ou des droits de vote.

Dans ce cas, **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.

## Quelques rappels sur le processus d'offre publique

### Le recours à un expert indépendant

Toutes les offres publiques susceptibles de **générer des conflits d'intérêt** au sein du conseil d'administration de la cible ainsi que tous les **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 publique**, 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 et agit ainsi dans le sens de la **protection des actionnaires minoritaires et des petits épargnants**.

En 2014, un expert indépendant a été désigné dans **35 offres publiques** (parmi les 37 opérations recensées portant sur l'acquisition ou l'échange d'actions ; les opérations portant sur les instruments hybrides et / ou optionnels ne sont pas analysées).

# Panorama des opérations 2014

# Panorama des opérations 2014

## Un ralentissement du nombre d'offres...

En 2014, nous avons recensé **37 opérations d'offre publique en France** ainsi réparties :

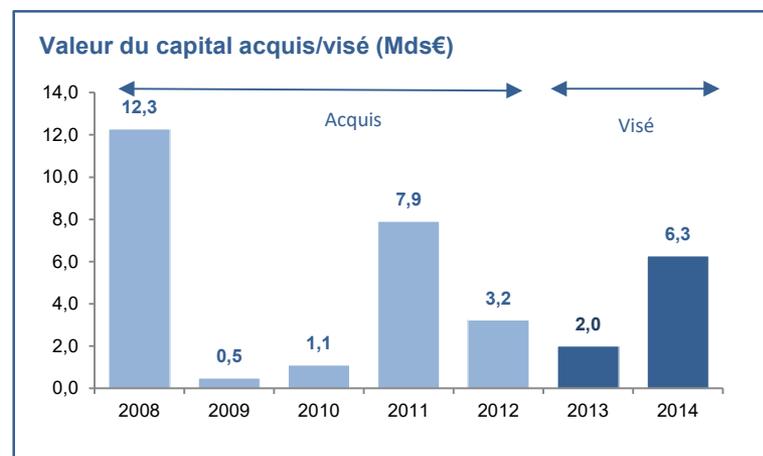
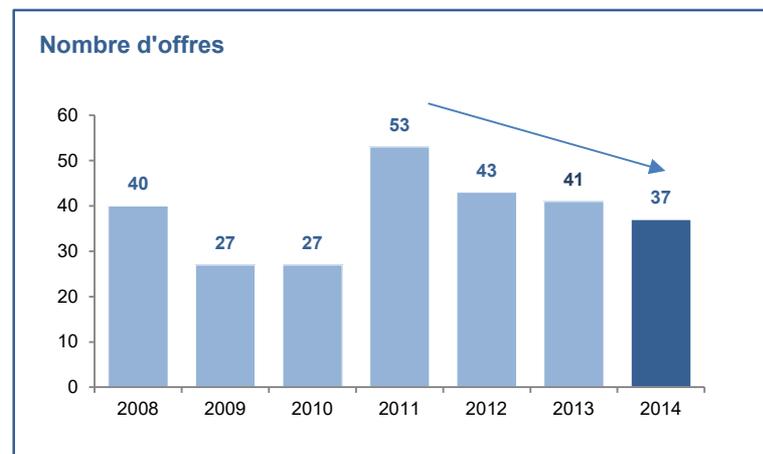
- **9** dans le secteur financier/immobilier ;
- **28** dans le secteur hors financier/immobilier ;
- les deux offres concernant Société de la Tour Eiffel ont été recensées parmi les 37 opérations de 2014 mais n'ont pas été analysées car aucun expert indépendant n'a produit de rapport sur ces offres. Le nombre d'opérations analysées est donc de **35**.

Ce volume est en recul par rapport à 2013 et confirme un ralentissement depuis 2011.

## ... mais une hausse du capital visé

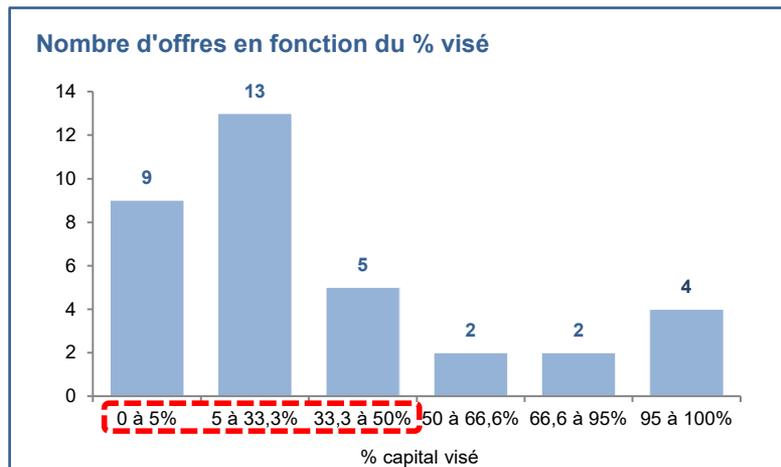
Le capital visé par les offres s'établit à **6,3 Mds€** en 2014 vs 2 Mds€ en 2013.

Ceci s'explique par la présence de 5 opérations importantes représentant **62%** du total du capital visé.



## Des offres initiées par l'actionnaire de référence...

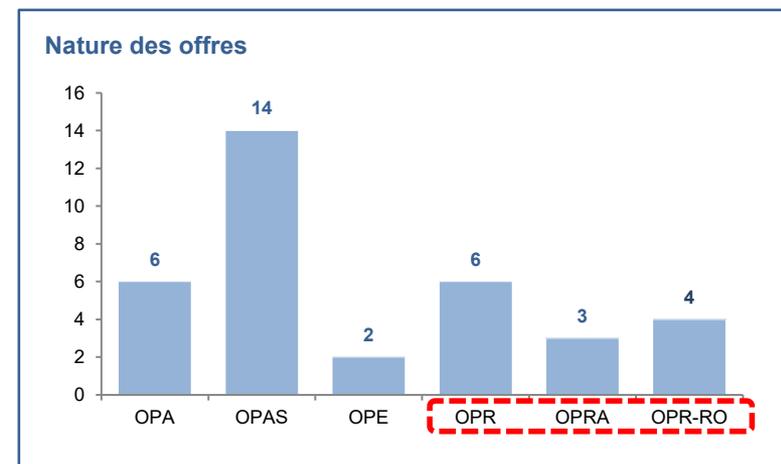
**77% des opérations** analysées (27 opérations) ont été initiées par un actionnaire détenant déjà la majorité du capital.



## ... parfois pour des raisons purement techniques

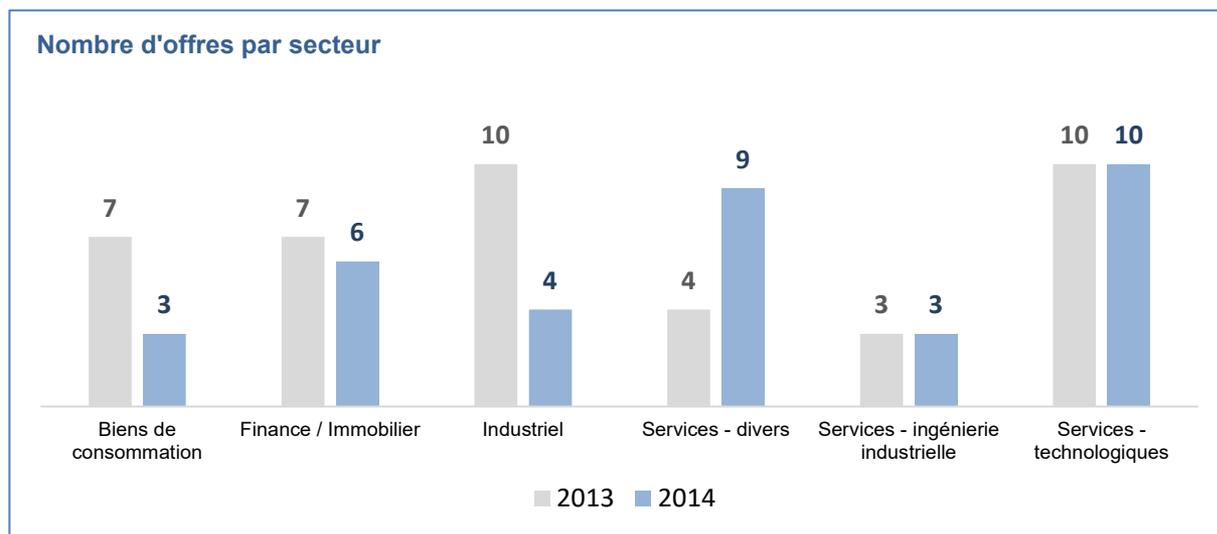
**37% des opérations** analysées ont été réalisées pour des raisons purement techniques :

- 10 opérations (OPR, OPR-RO) avaient pour objectif le retrait de cote ;
- 3 opérations (OPRA) concernaient des rachats d'actions.



## Panorama des opérations 2014

Un nombre important d'opérations dans les secteurs des services technologiques et services divers ainsi que le secteur finance / immobilier



Nous constatons, en ligne avec l'année 2013, que les offres ont visé pour une grande partie des sociétés des secteurs technologiques (10 sociétés), services divers (9 sociétés) et finance / immobilier (6 sociétés) **[Annexe 2]**.

# Primes offertes

## Primes offertes

Des primes sur le cours de bourse de l'ordre de 30%, en ligne avec les primes offertes en 2013



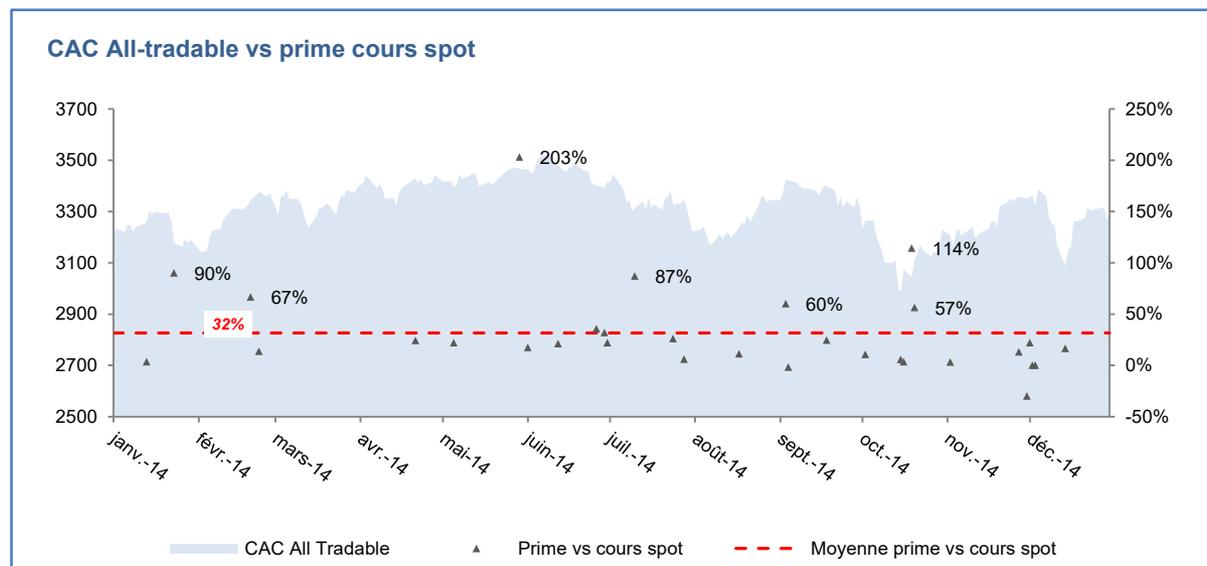
Les prix offerts sur **31 opérations**<sup>1</sup> permettent d'extérioriser des primes sur le cours moyen 3 mois supérieures à celles calculées sur les approches de valorisation intrinsèque :

- **DCF** (sociétés commerciales) confirmant la faiblesse des cours des sociétés par rapport à leur valeur intrinsèque (problème d'efficacité des marchés et d'accès de l'actionnaire minoritaire à l'information de première source, notamment au plan d'affaires) ;
- **ANR** (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...).

Les niveaux de primes permettent également de mettre en avant la volonté de certains initiateurs de saisir l'opportunité de **niveaux de valorisation acceptables** pour procéder à des acquisitions, de **restituer aux actionnaires**, dans le cadre d'OPRA, une partie des fonds investis, ou de **sortir de la cote** (contraintes réglementaires, coûts élevés,...).

<sup>1</sup>Rocamat, Cottin Frères et Orosdi ont été exclus au regard de la non utilisation du critère de cours de bourse par les experts indépendants ; CFI en raison des retraitements effectués sur le cours de bourse

### Des niveaux de primes en phase avec le marché

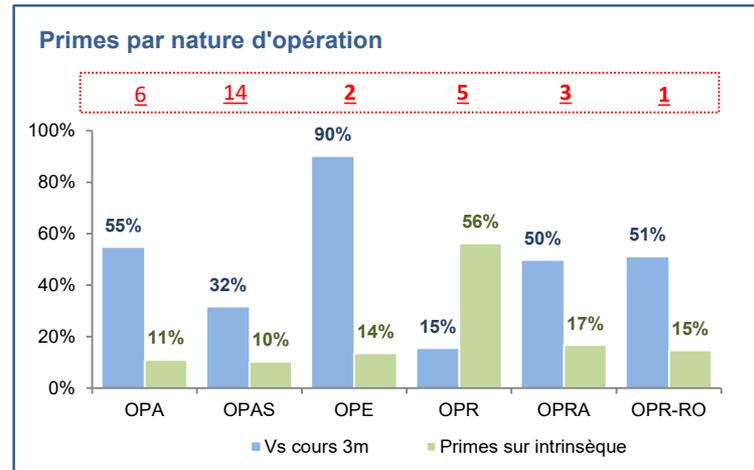


En étudiant l'évolution du niveau des primes offertes sur le **cours de bourse spot** avec celle de l'indice CAC All Tradable, nous avons identifié les séquences suivantes :

- **Janvier - juin 2014** : primes stables malgré un marché boursier haussier (Neotion, Homair Vacances et Systran exteriorisant des primes élevées sur cette période) ;
- **Juin - septembre 2014** : tassement global des primes en lien avec la baisse du marché ;
- **Octobre 2014** : 2 opérations externalisent des primes significatives (Go Sport et Visiodent) au moment où le marché atteint ses plus bas annuels ;
- **Novembre - décembre 2014** : l'appréciation du CAC All Tradable engendre un niveau de primes globalement inférieur à la moyenne sauf quelques exceptions.

# Primes offertes

## Des primes représentatives par type d'opération



Sur 31 opérations<sup>1</sup> le niveau moyen de prime sur le cours moyen 3 mois retranscrit les caractéristiques des opérations initiées :

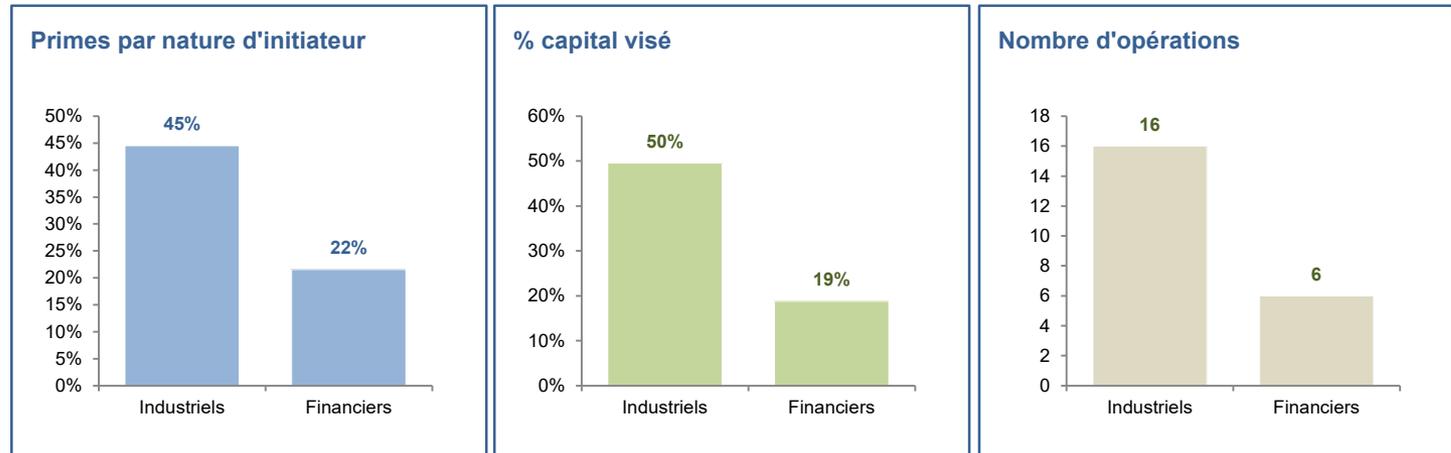
- **Prime de prise de contrôle ou de renforcement du contrôle** dans le cas des OPA et OPAS : le niveau moyen de la prime par rapport à la valeur intrinsèque (**11%**) est tiré vers le bas par les opérations Bourbon (- 16%) et CNIM (- 16%).
- **Caractère indemnitaire** des primes offertes sur les OPR ; la prime moyenne de 75% constatée par rapport aux valeurs DCF dans le cadre des OPR est tirée vers le haut par Millimages (+ 214%). Neotion représente l'unique OPR-RO analysée (le cours de bourse n'a pas été retenu comme critère dans les OPR-RO Cotin Frères, Orosdi et Rocamat) ;

En revanche, les primes extériorisées par les opérations « techniques » de rachat d'actions (OPRA) apparaissent importantes en raison de la faible valorisation des sociétés cibles.

<sup>1</sup> Rocamat, Cottin Frères et Orosdi ont été exclus au regard de la non utilisation du critère de cours de bourse par les experts indépendants ; CFI en raison des retraitements effectués sur le cours de bourse

## Primes offertes

### Un complément de primes offert par les investisseurs industriels

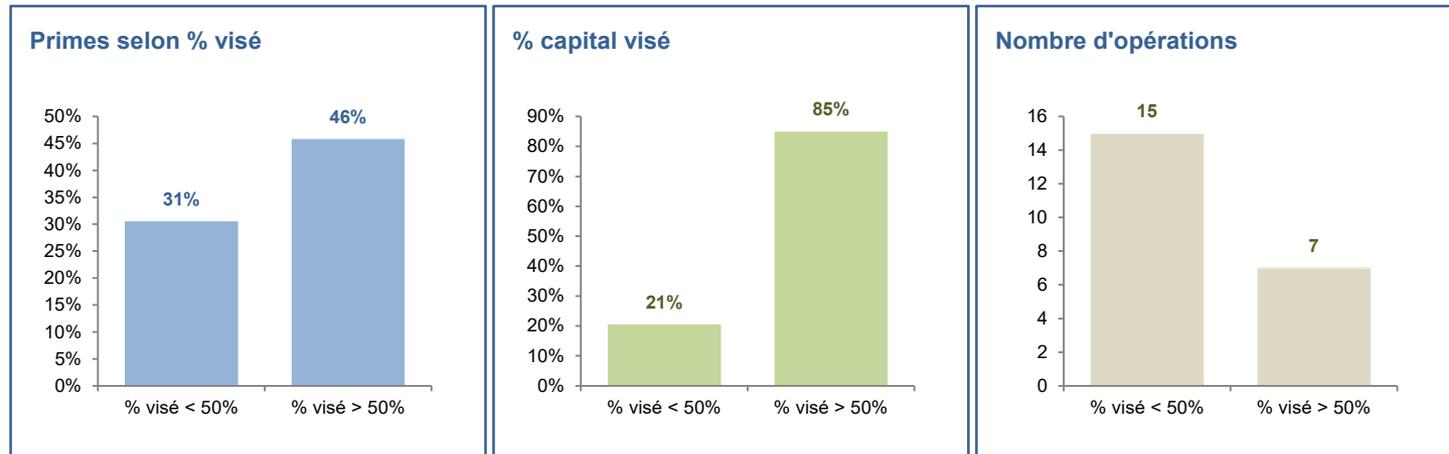


A la revue des primes offertes sur les **22 offres publiques d'achat (OPA, OPAS) et d'échange (OPE)**, impliquant 16 initiateurs industriels et 6 initiateurs financiers, nous constatons que les initiateurs **industriels** proposent une prime sur le cours moyen 3 mois (45%) en moyenne sensiblement supérieure à celle offerte par des investisseurs financiers (22%).

Ce surplus de prime peut s'expliquer par :

- un capital visé supérieur pour les investisseurs industriels (50% vs 19%) ;
- la prise en compte de synergies économiques attendues par un investisseur industriel, qu'un investisseur financier ne recherche en revanche pas forcément.

## L'existence de primes de contrôle

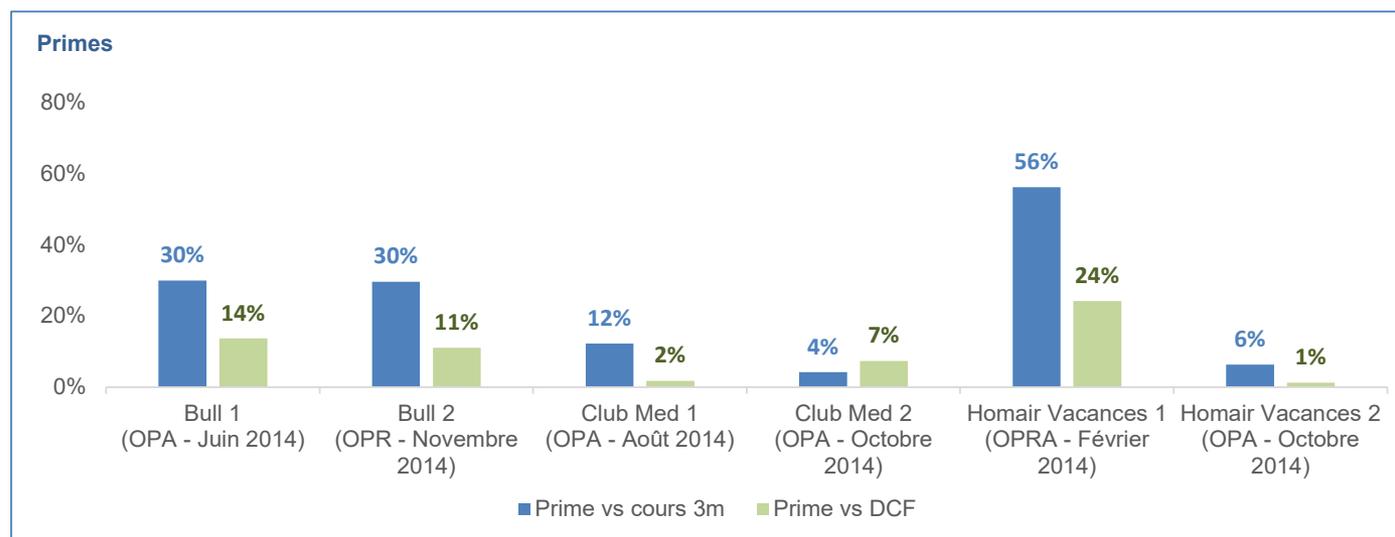


En tendance, nous constatons que sur les **22 offres publiques d'achat (OPA, OPAS) et d'échange (OPE)**, la prime moyenne sur le cours moyen 3 mois proposée pour la prise de contrôle au-delà de 50% du capital (46% vs 44% en 2013) est supérieure à celle proposée pour l'acquisition de participations inférieures à la majorité du capital (31%, identique à la prime 2013), ce qui induit l'existence d'une prime de contrôle.

En l'absence de corrélation satisfaisante entre le pourcentage du capital visé et le niveau des primes sur ces opérations, nous ne pouvons que constater la tendance sans pouvoir la chiffrer précisément.

## Primes offertes

### Sociétés ayant fait l'objet de plusieurs opérations en 2014



En 2014, 3 sociétés ont fait l'objet de plusieurs offres :

- **Bull** : Atos a lancé une OPA en juin et une OPR en novembre ; les primes offertes sont globalement identiques, le prix d'offre étant resté le même entre les deux opérations ;
- **Club Méditerranée** : Global Resorts a lancé une OPA en août (21€/action) suivie d'un renchérissement du prix d'offre par Gaillon Invest 2 et Fidelidade lors d'une OPA lancée en octobre (22€/action) ; la prime offerte sur le cours moyen 3 mois s'est néanmoins restreinte en raison d'un ajustement à la hausse du cours entre ces 2 opérations ;
- **Homair Vacances** : Homair Camping Villages a initié une OPRA en février (5,75€/action) et une OPA en octobre (8,70€/action) ; la prime offerte sur le cours moyen 3 mois a été fortement restreinte sur l'OPA, le cours de bourse s'étant ajusté sur le prix de l'OPA depuis fin juin 2014 suite à des publications faisant état de négociations pour un retrait de cote.

# Méthodes d'évaluation

## Méthodes retenues à titre principal

Les méthodes « intrinsèques » ou « analogiques » mises en œuvre à titre **principal** par les experts indépendants et les établissements présentateurs sont les suivantes :

- **Transactions récentes sur le capital** : méthode servant de référence au prix d'offre car relative à une transaction récente sur un bloc du capital de la société cible.
- **Cours de bourse** : méthode utilisée en présence de sociétés cibles cotées se fondant sur les analyses suivantes :
  - ✓ calcul d'un **cours moyen pondéré par les volumes** sur une période comprise entre 20 jours de bourse et 12 mois ;
  - ✓ analyse des **échanges** et des **variations de cours** précédant l'annonce de l'offre ;
  - ✓ appréciation du critère en fonction du **degré de liquidité** des titres.
- **DCF** : méthode la plus courante ; nous observons un raccourcissement des durées des plans d'affaires présentés par les sociétés en raison des aléas conjoncturels actuels.
- **Actif net réévalué** : méthode de référence dans le cas de foncières et holdings financières.
- **Multiples boursiers** : méthode communément utilisée, se fondant sur la pertinence du choix de l'échantillon de sociétés cotées comparables (taille, activité, liquidité, rentabilité, perspectives...) et de la détermination de la décote de taille/illiquidité.

### Méthodes retenues à titre de recoupement

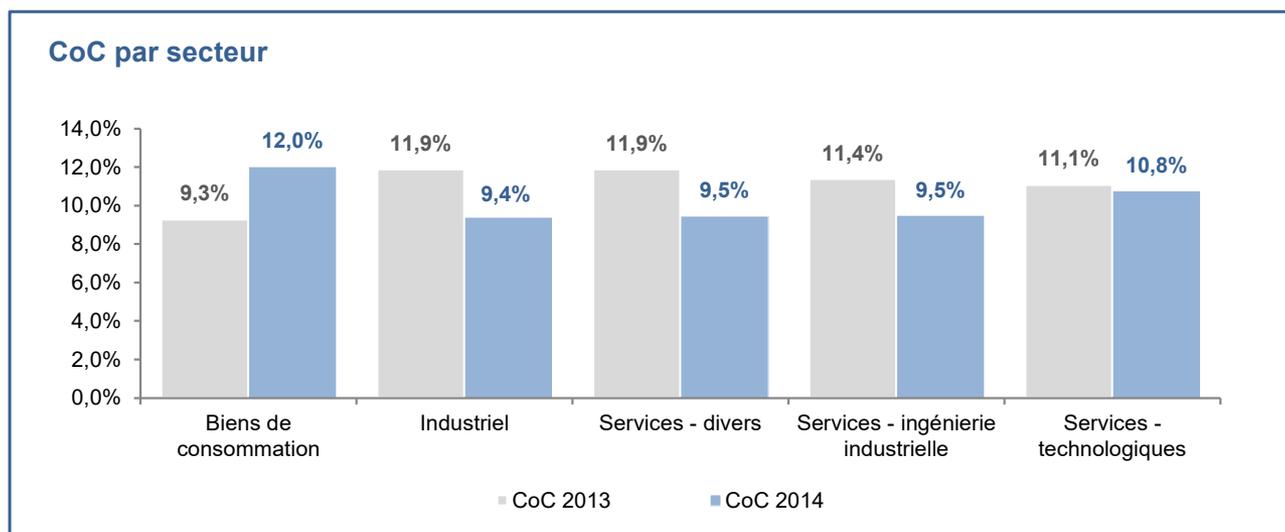
Les méthodes « intrinsèques » ou « analogiques » mises en œuvre à titre de **recoupement** par les experts indépendants et les établissements présentateurs sont les suivantes :

- **Multiples transactionnels** : cette méthode nécessite de trouver des transactions considérées comme comparables qu'il convient de corriger des éventuelles primes de contrôle.
- **ANC** : méthode comptable peu utilisée, mais servant de référence à l'AMF pour les OPR-RO (le prix d'offre ne pouvant être inférieur à l'ANC par action), *arrêt Louis Dreyfus Citrus, Cour d'Appel de Paris, 9 avril 2012.*
- **Objectifs de cours des analystes** : méthode purement indicative et souvent retenue pour mémoire.
- **DDM** : méthode quasiment inutilisée en raison de l'absence fréquente de prévisions de distribution de dividendes et de la mise en œuvre de l'approche DCF qui s'y substitue.

# Paramètres financiers

### Panorama des taux d'actualisation

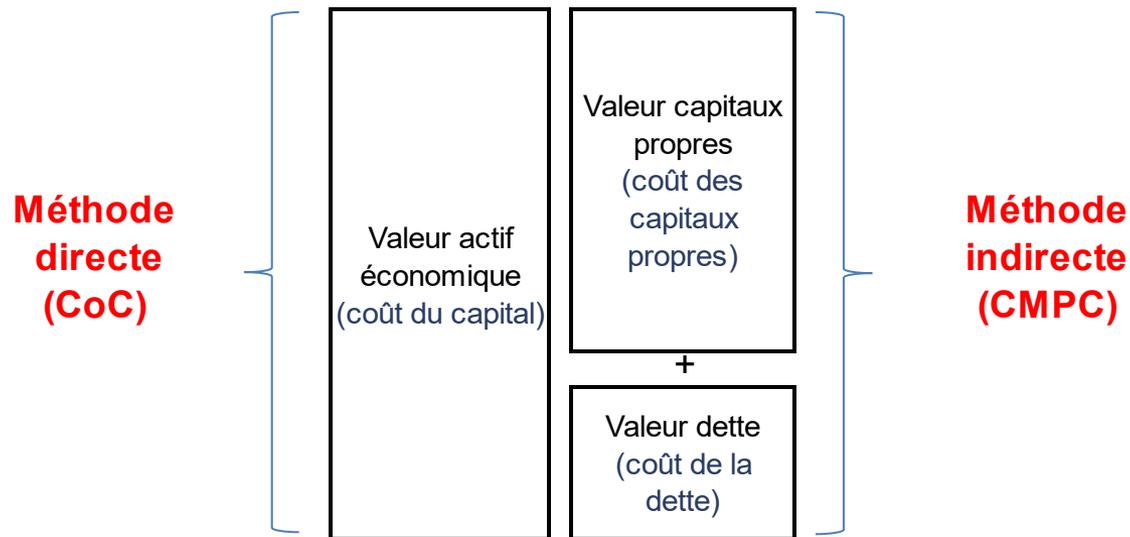
Sur la base du *mapping* des offres publiques par secteur d'activité [Annexe 2], le taux d'actualisation utilisé par les experts indépendants pour les **secteurs non financiers et non immobiliers** se présente comme suit autour d'une moyenne tous secteurs confondus de l'ordre de **10%** (*versus* 11% pour les offres publiques 2013) avec peu d'amplitude :



## Paramètres financiers

### Choix méthodologique : Coût du Capital (*Cost of Capital* ou CoC) vs Coût Moyen Pondéré du capital (CMPC ou WACC)

En théorie, le taux retenu pour actualiser les *cash flows* d'exploitation peut être déterminé selon deux approches :



### Approche directe pour le calcul du taux d'actualisation : Coût du capital

- **L'approche directe** consiste à calculer directement, par application du MEDAF (Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers) :
  - la rentabilité attendue de l'actif économique de la société source des *cash flows* d'exploitation au regard du risque attaché à cet actif (beta de l'actif économique) ;
  - majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôts réalisée sur les charges d'intérêts. L'effet positif de l'impôt est en pratique compensé par la croissance du risque de faillite inhérent à l'endettement.
- Le MEDAF suppose notamment :
  - une relation linéaire entre le taux de rentabilité exigé par un investisseur et le risque, mesuré par l'écart-type des rentabilités espérées ;
  - que seul le risque systématique, c'est-à-dire non diversifiable, soit rémunéré par les investisseurs, ceux-ci étant en mesure de diversifier leur portefeuille.
- Par application du MEDAF, le coût du capital se calcule ainsi :

$$k = R_f + \beta_a * [E(R_m) - R_f]$$

- $k$  : coût du capital
- $R_f$  : taux sans risque
- $\beta_a$  : beta de l'actif économique
- $E(R_m)$  : taux de rendement espéré du portefeuille de marché

### Approche indirecte pour le calcul du taux d'actualisation : Coût Moyen Pondéré du Capital

- **L'approche indirecte** consiste à estimer, par transparence, le rendement de l'actif économique de l'entreprise, au regard de la rentabilité attendue par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds (actionnaires et prêteurs).
- Le CMPC (k) est calculé de manière indirecte, c'est-à-dire en tenant compte de la structure de financement de la société évaluée avec :

$$k = [R_{cp} \times CP/A] + [R_d \times (1-T) \times D/A]$$

- $R_{cp}$  : taux de rendement exigé des investisseurs
- $R_d$  : taux de rendement exigé des prêteurs
- $T$  : taux d'imposition effectif
- $CP$  : valeur des fonds propres
- $D$  : valeur de la dette
- $A$  : valeur de l'actif total

A la revue des travaux réalisés par les experts indépendants et les établissements présentateurs dans le cadre des offres publiques en 2014, il apparaît comme en 2013, que le **coût du capital** est privilégié par rapport au coût moyen pondéré du capital, en raison des difficultés de mise en œuvre de ce dernier, évoquées ci-après.

### Les difficultés de mise en œuvre du CMPC

Par rapport à l'approche directe, la méthode indirecte implique de faire deux hypothèses complémentaires qui sont souvent sources d'erreurs et d'appréciation potentielles :

- une première hypothèse sur la **structure financière cible** de la société à évaluer et sur la valeur des fonds propres afin de déterminer le poids des différentes sources de financement ;
- une seconde hypothèse sur le **coût de la dette** correspondant au taux que l'entreprise pourrait obtenir pour refinancer sa dette actuelle compte tenu de sa situation économique.

Par ailleurs, cette méthode :

- présuppose sur la période du plan, soit une structure de financement stable (**structure financière cible**), soit une absence d'arbitrage entre les ressources empruntées et les fonds propres, ce qui ne reflète pas la pratique ;
- n'a d'intérêt que par le postulat que la structure de financement a une incidence sur le coût du capital, or force est de constater que :
  - ✓ le coût du capital ne dépend que du **risque de l'actif économique** ;
  - ✓ le recours croissant à l'endettement conduit à augmenter le risque pour les actionnaires et donc le **coût des fonds propres** ;
  - ✓ les **dispositions fiscales en vigueur** (plafonnement de la déductibilité des intérêts, taxe sur les dividendes...) limitent la portée des éventuels avantages fiscaux.

### Détermination du taux sans risque

En théorie, un taux sans risque se caractérise par :

- **l'absence de risque de défaut** : les titres émis par les Etats sont habituellement considérés comme une bonne approximation du taux - la France reste bien notée : **Aa1** (Moody's) et **AA** (S&P) - mais certains titres obligataires émis par des entreprises servent des rendements inférieurs à ceux des titres émis par des Etats, à caractéristiques comparables ;
- **l'absence de risque de réinvestissement** : cette seconde condition requiert de retenir des taux **zéro-coupon**, en pratique rarement appliqués ;
- une maturité équivalente à la durée de la **période de prévisions**, et pour la détermination du taux d'actualisation à l'infini une maturité **ayant l'échéance la plus éloignée possible**.

Les experts indépendants et les établissements présentateurs dans les offres publiques réalisées en 2014 ont principalement estimé le **taux sans risque prévisionnel** sur la base :

- des données **historiques** (comprises entre le taux *spot* et les moyennes 2 ans) ;
- des taux des emprunts obligataires de l'Etat français (**OAT**) ou du taux actuariel sous-jacent (**TEC**) ;
- d'une maturité longue (**10 ans**).

### Détermination du beta d'une action

En théorie, le taux d'actualisation étant un **élément prévisionnel**, il conviendrait d'estimer le beta de l'action et/ou de l'actif économique (représentatif de la rentabilité de l'actif par rapport à celle du marché) de **manière prospective**.

Les experts indépendants et les établissements présentateurs s'appuient principalement sur **des données historiques** sans aucun ajustement.

En théorie, les betas prédictifs peuvent être estimés sur la base des betas historiques après prise en compte d'un ajustement se fondant sur l'hypothèse que les betas se rapprocheront à long terme du beta du marché, soit 1.

Les principaux éléments à considérer pour calculer le **beta historique d'une action** sont :

- **la période d'observation** : suffisamment longue pour être significative sur le plan statistique et récente pour refléter les caractéristiques actuelles du titre et du marché, le beta évoluant au fil du temps ;
- **le coefficient de corrélation** entre le rendement du titre et le rendement de l'indice de référence afin d'apprécier la pertinence des résultats ;
- **le choix de l'indice de référence** : dans la mesure du possible, l'action pour lequel le beta est estimé doit être incluse dans l'indice de référence ;
- **le degré de liquidité** des titres : l'absence de liquidité se retranscrit généralement dans un coefficient de corrélation faible, les cours s'ajustant aux fluctuations du marché avec retard.

### Détermination de la prime de risque du marché actions : méthodologie

La prime de risque du marché actions représente l'excédent de rendement attendu par les actionnaires par rapport à un placement sans risque.

La détermination de cette prime de risque nécessite donc :

- d'estimer le **rendement attendu par le marché** ;
- et d'y **soustraire le taux sans risque**.

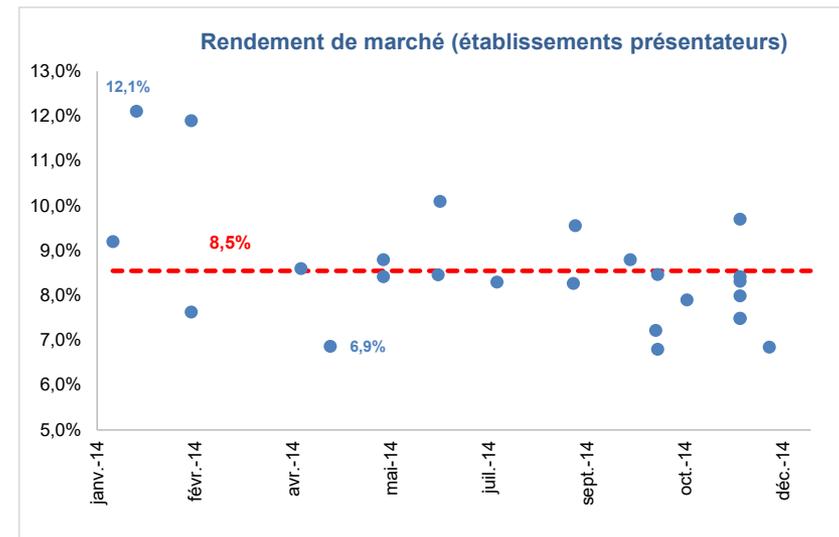
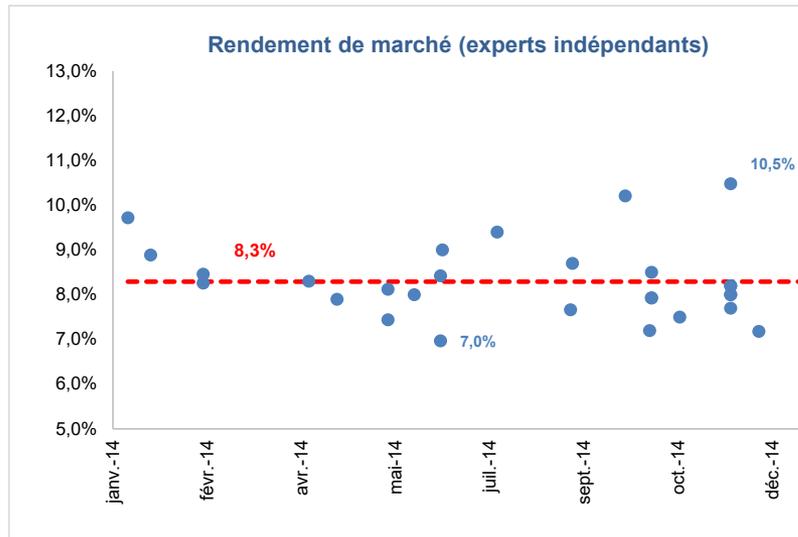
Dans la pratique, deux approches de détermination de la prime de marché coexistent :

- la **prime de risque historique** constatée sur longue période en considérant que les constatations historiques sont représentatives des évolutions futures ;
- la **prime de risque prospective** censée refléter les anticipations des agents économiques et donc théoriquement la plus pertinente, le rendement attendu du marché étant alors estimé sur la base :
  - ✓ du **TRI** permettant d'égaliser pour chaque action de l'indice de référence le cours actuel de l'action et l'estimation des flux futurs (dividendes, prix de sortie) ;
  - ✓ de la **pondération de chacun de ces TRI** en fonction du poids de la capitalisation boursière de l'action dans l'indice de référence.

Les limites de cette approche tiennent au caractère subjectif des prévisions de flux, notamment au-delà de la période de prévisions estimée par les analystes financiers (consensus).

## Détermination de la prime de risque du marché actions : constatations

Indépendamment de la méthodologie utilisée, ce qui nous semble le plus intéressant est le **niveau du rendement attendu par le marché** implicitement retenu dans les taux d'actualisation utilisés dans les différentes opérations.



Nous constatons que le rendement moyen du marché déterminé en combinant les travaux des experts indépendants et des établissements présentateurs est de l'ordre de **8,5%**, avec une faible dispersion des valeurs (coefficient de variation de l'ordre de 10%). En 2013, le rendement moyen du marché était de l'ordre de 9,5%. Cette baisse de rendement du marché actions en 2014 est notamment en partie imputable à celle du taux sans risque souverain.

### Prise en compte de risques complémentaires

Théoriquement, le MEDAF se fonde sur l'hypothèse d'une diversification du portefeuille permettant l'élimination du risque spécifique ; ne subsiste alors que le risque systématique, non diversifiable car corrélé au marché.

#### *Risque taille/illiquidité*

En pratique, un échantillon de sociétés cotées n'étant jamais strictement comparable avec la société cible, le risque appréhendé au travers du beta est souvent **majoré d'une prime de risque** pour tenir compte d'une moindre liquidité et/ou taille de la société évaluée, ces deux facteurs étant étroitement liés (une taille plus importante ayant théoriquement pour conséquence une meilleure liquidité).

Au titre de ce risque, les experts indépendants retiennent une prime comprise entre **1% et 3,5%**, déterminée de manière le plus souvent **forfaitaire**.

#### *Risque pays*

Lorsque les entreprises réalisent des opérations dans des pays plus risqués que le marché mature dont sont issus les paramètres financiers (taux sans risque, beta, prime de risque), il convient d'estimer le **risque complémentaire attaché au pays** (risque de défaut) . Ce risque peut notamment être apprécié à partir de l'écart de *spread* constaté entre le pays risqué et le pays mature, pondéré par le ratio entre la volatilité du marché action et celle du marché des *bonds* du pays considéré.

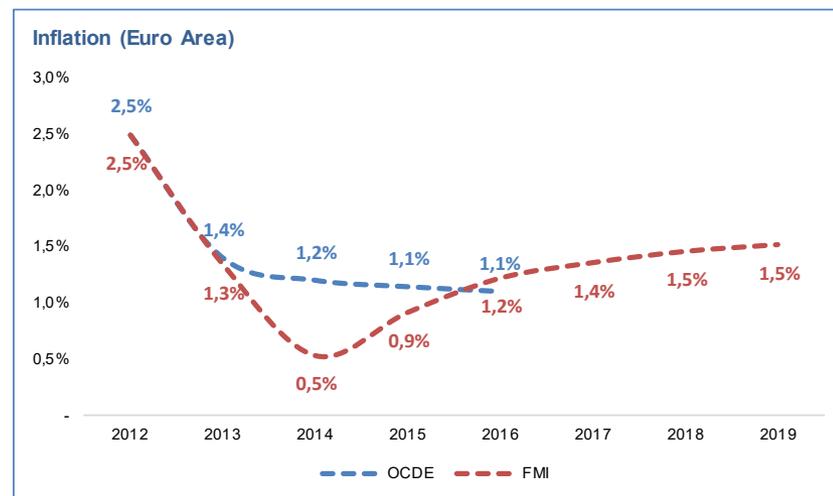
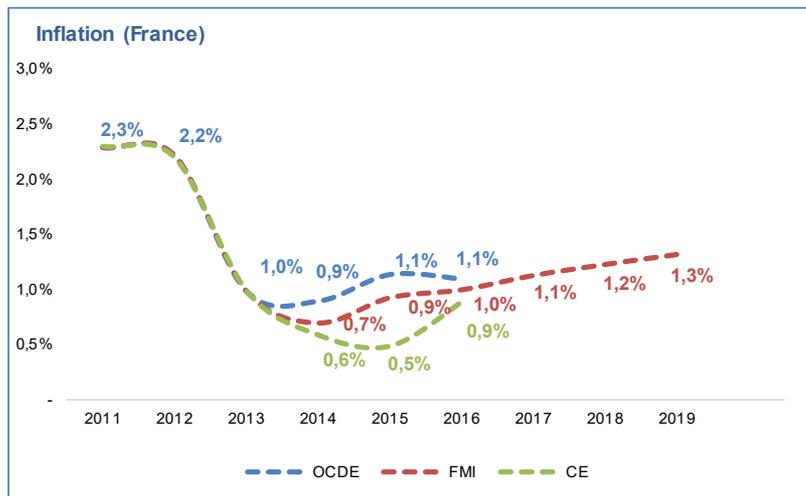
Dans une opération particulière, ce risque a été estimé par l'expert indépendant à un **niveau forfaitaire de 4%**.

# Paramètres financiers

## Croissance à l'infini

De manière générale, il est considéré qu'à volume de marché constant, la société n'est **pas amenée à capter de nouvelles parts de marché**, la croissance normative étant ainsi **limitée à l'inflation**.

Les experts indépendants et les établissements présentateurs ont retenu en moyenne une croissance de l'ordre de **1,6%**, légèrement au-dessus des dernières prévisions long terme d'inflation disponibles pour la France et la zone Euro :



# Annexes

## Annexe 1 : synthèse des opérations en 2014

	Date visa AMF	Société Cible	Initiatrice	Type simplifié
1	9-janv.-14	Assystem	HDL Développement	OPA
2	21-janv.-14	Neotion	General Satellite Corporation	OPR-RO
3	18-févr.-14	Homair Vacances 1	Homair Camping Villages	OPRA
4	18-févr.-14	Orege	Eren	OPAS
5	30-avr.-14	Boursorama	Société Générale	OPAS
6	15-avr.-14	Bourbon	Jaccar Holdings	OPA
7	15-mai-14	Cottin Frères	Société Civile Louis Cottin	OPR-RO
8	27-mai-14	Systran	CSLI	OPA
9	27-mai-14	Systar	Axway	OPAS
10	10-juin-14	Ciments Français	Italcementi Group	OPAS
11	24-juin-14	Groupe Steria	Sopra Group	OPE
12	24-juin-14	Ermo	Inglass	OPAS
13	25-juin-14	Bull 1	Atos	OPA
14	8-juil.-14	Foncière Développement Logement	Foncière Développement Logement	OPRA
15	22-juil.-14	Carrefour Property Developer	CRFP 13	OPR
16	24-juil.-14	Orchestra Premaman	Yeled Invest	OPAS
17	13-août-14	Club Méditerranée 1	Global Resorts	OPA
18	1-sept-14	Groupe Promeo	Batipart Invest et Financiere OG	OPAS
19	2-sept-14	CNIM	Soluni	OPAS
20	16-sept-14	SIIC de Paris	Eurosic	OPAS
21	16-sept-14	Orosdi	Cerep Investment France SARL	OPR-RO
22	30-sept-14	Cameleon Software	Pros	OPAS
23	13-oct-14	Homair Vacances 2	Homair Camping Villages	OPAS
24	14-oct-14	Club Méditerranée 2	Gaillon Invest 2 et Fidelidade	OPA
25	14-oct-14	Go Sport	Rallye	OPAS
26	14-oct-14	Visiodent	Groupe Visiodent	OPAS
27	29-oct-14	Générale de Santé	Predica et Ramsay Health Care	OPAS
28	25-nov.-14	Rocamat	Rocafin 3	OPR-RO
29	25-nov.-14	Nexeya	Nexaya Invest SAS	OPR
30	25-nov.-14	Havas	Bolloré / Compagnie du Cambodge / Société	OPE
31	25-nov.-14	Bull 2	Atos	OPR
32	25-nov.-14	Bac Majestic	Millimages	OPR
33	25-nov.-14	Millimages	Kid Media Management	OPR
34	10-déc.-14	Generix	Generix	OPRA
35	18-déc.-14	Cfi	Yellow Grafton	OPR

## Annexe 2 : affectation des offres publiques par secteur

Secteur d'activité	Société Cible	Activité
☐ Biens de consommation	☐ Cottin Frères	Production de vins
	☐ Go Sport	Enseigne multisports
	☐ Orchestra Premaman	Conception et distribution de marque de vêtements pour enfants
☐ Finance / Immobilier	☐ Boursorama	Finance en ligne
	☐ Carrefour Property Development	Foncière de galeries commerciales
	☐ Cfi	Foncière immobilier d'entreprise
	☐ Foncière Développement Logement	Foncière de résidentiel
	☐ Orosdi	Foncière de bureaux (1 seul actif)
	☐ SIIC de Paris	Foncière de bureaux
☐ Industriel	☐ Ciments Français	Production de ciment et matériaux de construction
	☐ Ermo	Conception, fabrication et commercialisation de moules d'injection pour l'industrie
	☐ Nexeya	Conception, développement et fabrication de produits électroniques
	☐ Rocamat	Exploitation de carrières
☐ Services - divers	☐ Bac Majestic	Société de distribution et d'acquisition de droits d'exploitation
	☐ Club Méditerranée 1	Organisation de vacances
	☐ Club Méditerranée 2	Organisation de vacances
	☐ Générale de Santé	Hospitalisation, médecine, chirurgie
	☐ Groupe Promeo	Commercialisation de résidences secondaires ou de loisirs
	☐ Havas	Conseil en communication, groupe publicitaire
	☐ Homair Vacances 1	Organisation de vacances
	☐ Homair Vacances 2	Organisation de vacances
	☐ Milliimages	Société de production et de distribution de série d'animation
	☐ Services - ingénierie industrielle	☐ Assystem
☐ Bourbon		Services maritimes à l'offshore pétrolier
☐ CNIM		Valorisation et traitement des déchets, énergie solaire et thermique
☐ Services - technologiques	☐ Bull 1	Services informatiques, intégration et gestion de systèmes hautes performances
	☐ Bull 2	Services informatiques, intégration et gestion de systèmes hautes performances
	☐ Cameleon Software	Edition de logiciels de définition d'offres, configuration de produits, tarification
	☐ Generix	Edition de logiciels de gestion
	☐ Groupe Steria	Conseil dans les technologiques et édition de logiciels (Entreprise de Services du Numérique - ESN)
	☐ Neotion	Cartes de réception de données
	☐ Orege	Technologie environnementale
	☐ Systar	Edition de logiciels de supervision des processus informatisés des entreprises
	☐ Systran	Edition de logiciels de traduction automatique
	☐ Visiodent	Edition de logiciels de gestion pour les cabinets dentaires



# Ledouble

Experts financiers et comptables

15 rue d'Astorg  
75008 Paris

tél : 01 43 12 84 85  
fax : 01 43 12 84 86

