



# NEWSLETTER SEMESTRIELLE

Juillet 2024

# Sommaire



Le mot du Président

## #1 Mid-Market : les valorisations s'érodent

*L'Argos Index atteint son plus bas niveau depuis 2017*

## #2 Transmissions des petites PME

*2023 année horribilis, 2024 année d'espoir.*

## #3 Small-Cap et garantie d'actif et de passif

*Une sécurité cruciale dans le cadre de transmission de PME*

## #4 Défis extra-financiers en Europe

*Les exigences au titre de la Durabilité impactent le financement et l'activité des entreprises*

## #2 Indicateur macro : l'écart de richesse US / Europe

*Un fossé qui s'élargit depuis 10 ans*

## #6 Le baromètre des transactions M&A

*Compte rendu de l'activité M&A du premier semestre 2024*

# Le mot du Président

Depuis plus de 20 ans, Philippe Hottinguer Finance (PHF), membre du Groupe Philippe Hottinguer, a l'honneur d'accompagner des entrepreneurs, des investisseurs, des sociétés et leurs actionnaires. Notre équipe échange quotidiennement avec des dirigeants de PME/PMI et d'ETI de secteurs d'activité très variés.



Philippe Hottinguer

Nous venons de traverser une année 2023 mouvementée, où les incertitudes géopolitiques, économiques et financières ont largement provoqué une baisse de confiance des acteurs économiques.

Cette année 2024, malgré l'installation durable de ces incertitudes, est celle du dynamisme retrouvé du volume d'opérations de fusions acquisitions. Ces opérations, extrêmement structurantes pour l'avenir, le sont d'autant plus pour les **actionnaires et les sociétés à capitaux familiaux**, puisqu'elles engagent les efforts et le patrimoine constitués sur plusieurs générations.

Fort de l'ADN hérité de ma famille d'entrepreneurs et qui infuse notre culture d'entreprise, nous avons à cœur de fournir un **conseil sur mesure** aux actionnaires familiaux. Nos équipes comprennent les singularités relationnelles, culturelles, affectives et historiques inhérentes aux entreprises familiales : nous les prenons systématiquement en compte dans le conseil et les solutions innovantes que nous apportons.

L'écoute et la confiance posent toujours les premiers jalons d'une relation : c'est pourquoi les portes de notre Maison sont grandes ouvertes pour un échange qui, si la confiance est partagée, sera peut-être à l'origine d'une belle aventure commune.

## / Notre expertise à 360° : M&A, Financements, Retournement

- **Accompagnement** à la construction du BP, travaux de **valorisation**, **production** des documents commerciaux, **recherche** d'investisseurs potentiels, exécution et **négociations avant la transaction**.
- **Optimisation** du **montage financier** pour les actionnaires historiques.

- **Recherche de financements** (bas de bilan ou structurel, intermédié ou désintermédié).
- **Assistance** tout au long du process (valorisation, documentation, BP, assistance lors des négociations).

**Valorisation** de sociétés, de branches d'activité ou d'actifs dans le cadre de transactions ou d'investissements, sur la base des documents de l'entreprise et des **données publiques** disponibles.

Sell-side

Financements

Valorisation



Buy-side



Restructuration



Opérations boursières



- **Recherche** de cibles potentielles.
- Etude **financière** et **stratégique** préliminaire des cibles.
- Assistance lors du processus de **due diligence** et assistance lors de la négociation des conditions juridiques de l'opération.

- Analyse de la **situation** de l'entreprise et des **conditions** de retournement.
- Analyse de la **documentation** et **assistance** dans la **négociation** auprès des parties concernées, hors ou dans le cadre de procédures amiables ou collectives.

- Accompagnement d'émetteurs cotés dans leur **stratégie boursière** et leurs **obligations d'informations** périodiques.
- Opérations **boursières** : introductions, offres publiques et secondaires, sorties de cote.

# Mid-Market : les valorisations s'érodent

## L'Argos Index atteint son plus bas niveau depuis 2017

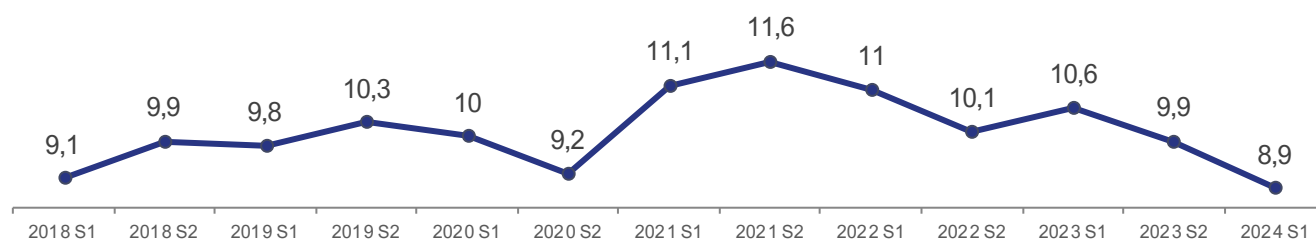
Auteur :  
Matthieu Audibert



Vice-Président  
Corporate Finance

L'Index Argos évalue la santé économique du Mid-market en suivant les tendances des prix d'acquisition des PME non cotées. Il est calculé par le multiple médian EV/EBITDA des acquisitions réalisées sur une période glissante de six mois. Ce dernier semestre, (S1 2024) l'index a atteint son niveau le plus bas depuis 2017 et est en baisse depuis 2021.

### / Evolution de l'index Argos par semestre depuis 2018.



Cette année, la part des transactions inférieures à 7x l'EBITDA a atteint 34%, contre 13% pour les transactions présentant un multiple supérieur à 15x l'EBITDA, soit une différence de 21 points. C'est un record depuis 2017.

### / La baisse des valorisations est due au contexte global ...



**Contexte économique et taux d'intérêt** : les taux d'intérêt élevés et l'inflation limitent la capacité des investisseurs à payer des prix d'acquisition élevés, réduisant mécaniquement les multiples d'EBITDA observés.



**Incertitude géopolitique** : les tensions géopolitiques actuelles créent une incertitude supplémentaire sur les marchés, décourageant les investissements et contribuant à une baisse des valorisations des entreprises.

Cette situation reflète une certaine prudence des investisseurs face à l'incertitude économique et géopolitique actuelle.

### / ... mais pas seulement.



**Répartition sectorielle** : outre les facteurs économiques globaux, la diminution des valorisations est accentuée par une baisse des transactions dans les secteurs traditionnellement à multiples élevés tels que la technologie et la pharmacie, où le nombre de transactions a chuté de manière significative, passant d'une part de marché de 60 % à seulement 30 %.



**Pression à la baisse** : la prédominance des transactions à multiples inférieurs à 7x l'EBITDA (34 %) illustre une pression continue sur les prix, malgré une activité M&A relativement stable en volume mais en déclin de 8 % en valeur.

# Transmissions des petites PME

**2023 année horribilis,  
2024 année d'espoir.**

Auteur :  
Jean-Baptiste Grimont



Responsable du Pôle  
intermédiation

Sur le segment Small-Cap, le nombre de PME PMI qui devront trouver un repreneur dans les 10 années à venir est un indicateur clé de l'activité future du secteur. Après une forte baisse des transmissions sur l'année 2023, la dynamique semble renaître en ce premier semestre 2024.

## / L'impératif de la transmission des PME

Sur le salon Go Entrepreneur d'avril 2024, la ministre déléguée chargée des PME, Olivia Grégoire, a évoqué la nécessité des transmissions de PME dans les prochaines années :

**400K** Sociétés concernées par une reprise dans les 10 prochaines années.

**~50%** Des sociétés familiales devront être transmises dans les 10 prochaines années.

**>25%** Des dirigeants français sont âgés de plus de 60 ans.

**1/3** Des dirigeants de +70 ans n'ont pas encore de plan de cession.

## / Une année 2023 très contrastée

Sur l'année 2023, les transmissions d'entreprises ont connu une **baisse significative par rapport à 2022** (-11% en volume). Selon nos chiffres, ce phénomène concentré sur les 6 premiers mois de l'année 2023 a particulièrement touché les **secteurs** des **logiciels**, du **BTP** et des **transports**.

Les causes sont multiples, avec notamment :

- La **hausse brutale des taux**, pénalisant les LBO et le financement des opérations : l'offre pour ce type de financement s'est tarie en 2023 ;
- Les **incertitudes et conjonctures** ont entraîné une baisse de rentabilité des sociétés et un **attentisme** des cédants ;
- Une plus grande **frilosité** des professionnels du **Private Equity**, rouage essentiel de l'écosystème : un fonds que nous connaissons nous expliquait s'être lancé dans plusieurs process en 2023 sans jamais signer la moindre transaction.

## / Reprise des opérations en 2024

La transmission de sociétés faisant partie d'un cycle naturel, l'année 2024 connaît une reprise des opérations : un signal évident pour nous est le nombre de mandats captés depuis le début de l'année comparativement à 2023.

Les principaux facteurs explicatifs sont les suivants :



Retour à des **indicateurs macroéconomiques normatifs**, avec notamment un ralentissement de l'inflation et une baisse des taux d'intérêt.



**Effet de rattrapage** des transactions non-réalisées sur l'année 2023 (acheteurs ayant subi des difficultés de financement et vendeurs ayant refusé de vendre à des prix trop bas).



**Fin de l'attentisme** des investisseurs : les fonds de Private Equity se doivent d'investir la « dry powder<sup>1</sup> » récoltée ces dernières années pour soutenir leur Business Model.



Nécessité pour les sociétés de **refonder leur stratégie** pour adapter leur Business Model aux nouveaux paramètres économiques, ce qui passe par une **stratégie M&A active**.

<sup>1</sup> Capitaux non-investis

# Small-Cap et garantie d'actif et de passif

*Une sécurité cruciale dans le cadre de transmission de PME*

Auteur :  
Anna Broudin



Analyste Financier  
Corporate Finance

*Au début des années 2000, les cédants de PME-PMI ignoraient souvent l'existence de la garantie d'actif et de passif. Mais aujourd'hui, elle est couramment utilisée dans les transactions de M&A Small-Cap, protégeant l'acheteur à l'issue de l'opération.*

## / La GAP et ses principales caractéristiques

La garantie d'actif et de passif est une clause contractuelle utilisée pendant les transactions de cession de titres d'une entreprise. Elle **protège l'acheteur**, après l'opération, contre d'éventuelles **pertes financières causées par des éléments de passif non déclarés ou par la surévaluation des actifs**.

En signant la GAP, le cédant s'engage à indemniser l'acheteur pour les éventuels écarts négatifs constatés post-cession. Cette garantie est spécifiquement définie dans le contrat de cession, incluant la période de couverture, les modalités de réclamation et les limites d'indemnisation.

## / La GAP s'adapte aux spécificités d'une opération

Il y a dans la garantie d'actif et de passif des points qui se discutent, dont le contenu n'est pas encadré mais découle d'un échange et d'une entente basés sur les usages et pratiques des secteurs visés.



**Plafond de la GAP** : L'indemnisation due dans le cadre de la garantie d'actif et de passif peut être limitée en fixant un plafond exprimé en pourcentage du prix de cession. Dans le marché Small-Cap non coté, ce plafond est rarement supérieur à 30 %.



**Plancher de la GAP** : Un plancher peut également être établi pour la GAP. Il se manifeste sous deux formes principales : le seuil de déclenchement et la franchise. Il permet d'éviter d'actionner la GAP pour de petits montants où les frais potentiels dépasseraient les sommes en jeu.



**Durée de la GAP** : La garantie est généralement limitée à trois ans plus l'année en cours, offrant une période raisonnable pour découvrir les passifs non déclarés, tout en protégeant le vendeur de réclamations indéfinies.



**Dégressivité de la GAP** : Étant donné que les risques liés aux passifs non déclarés ou aux surestimations d'actifs diminuent avec le temps, le montant de la GAP peut être dégressif. Typiquement, la garantie est de 100 % la première année, puis diminue d'un tiers chaque année suivante.

Dans le cas d'une opération avec plusieurs associés ou plusieurs actionnaires, si l'un des vendeurs est défaillant, les autres doivent assurer la continuité de la garantie. Pour sécuriser la GAP, une contre-garantie est mise en place sous forme de séquestre ou de caution bancaire à première demande. Elle est proportionnelle au plafond de la GAP.

## / Son utilité lors d'opérations Small-Cap

- La GAP protège l'acheteur des passifs non déclarés et des actifs surévalués, parfois rencontrés dans les transmissions de PME : elle assure une transaction transparente et équitable.
- En instaurant une confiance entre les parties, la GAP facilite les opérations de fusions-acquisitions, encourageant ainsi l'investissement et la croissance économique à petite échelle.
- La solution d'avenir : **l'Assurance Garantie de Passif** pour le Small-Cap ?

# Défis extra-financiers en Europe

**Les exigences au titre de la Durabilité impactent le financement et l'activité des entreprises**

Auteur :  
Marie-Laure Tuffal  
Quidet



Directrice Financements






*Les éléments extra-financiers sont, aujourd'hui comme demain, incontournables pour emporter l'adhésion d'investisseurs, notamment européens. Dès le second semestre 2024, les banques devront inclure les actions effectives et à effectuer de leurs débiteurs en matière de durabilité. Sinon, elles subiront les conséquences négatives, bilantielles et financières.*

*La nouvelle réglementation est une révolution dans l'approche de la prise en compte de ces critères. Tout comme il existe une approche consolidée de la solvabilité d'une société membre d'un Groupe, la notation de l'extra-financier est appréhendée sous forme de « projet » englobant le respect ou non des contraintes par le fournisseur et le client de l'entreprise à qui consentir un financement.*

*Cela signifie que certains secteurs, comme la pétrochimie et la défense, pourraient être exclus des financements aux meilleurs taux, et que les investissements seront financés par le capital et donc les associés.*

*La notion de "filière" incluant les comportements des fournisseurs et des clients dans l'appréciation de l'extra financier influe sur le financement du bas de bilan et la génération du CA.*

## / Les principales incidences économiques

-  Arbitrage éventuel entre une **baisse du chiffre d'affaires** et une **hausse de ses conditions de financement** ;
-  **Augmentation mécanique des charges financières** en raison des exigences de conformité aux exigences de durabilité sans création immédiate de valeur ;
-  **Complexité accrue et coûts supplémentaires** pour la mise en place de mécanismes de contrôle et d'audit ;
-  **Réduction potentielle des marges bénéficiaires** en raison des nouvelles contraintes de durabilité.
-  **Augmentation** du coût moyen pondéré du capital (**WACC**), le coût effectif des investissements "RSE" est celui du capital puisque c'est un préalable pour les créanciers qui peuvent majorer leurs conditions en l'absence d'un effort de "durabilité" suffisant.

## / Stratégies d'adaptation possibles

Les **politiques publiques** devront **prendre en compte ces impacts** pour éviter de fragiliser davantage les entreprises (souvent avec de faibles fonds propres), en particulier dans les **secteurs essentiels à la souveraineté de l'Europe**, comme l'énergie et la défense.

Les gouvernements pourraient envisager des **mesures de soutien spécifiques** ou des **incitations fiscales** pour aider les entreprises à absorber ces coûts. L'adoption d'un plan politique permettra l'adhésion des entreprises et l'effectivité des mesures.

Enfin, bien que ces défis soient significatifs, ils peuvent aussi **stimuler l'innovation**. Les entreprises devront développer de nouvelles technologies et stratégies pour répondre aux exigences de durabilité, ce qui pourrait **renforcer leur compétitivité à long terme**. Malgré ces défis, des innovations émergeront pour préserver les fondamentaux économiques et garantir la pérennité des entreprises européennes.

# Indicateur macro : l'écart de richesse US / Europe

Un fossé qui s'élargit depuis 10 ans

Auteur :  
Sara Brini

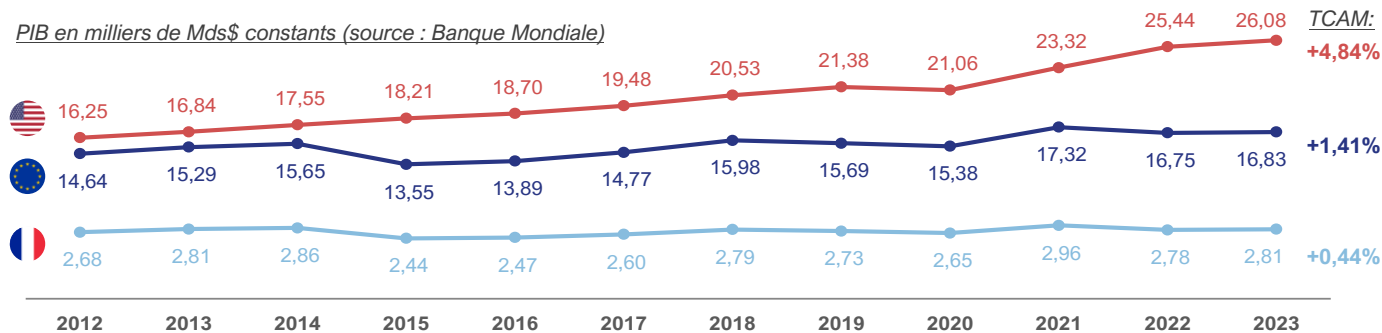


Analyste Financier  
Corporate Finance

Les élections américaines, qui arrivent à grands pas, sont toujours scrutées avec attention, tant la politique des Etats-Unis influe sur l'économie mondiale. Dans une phase de normalisation post-Covid, la croissance américaine dynamique contraste avec une économie en UE qui progresse peu depuis 10 ans.

**/ L'écart de création de richesse entre les Etats-Unis et l'UE s'accroît depuis 10 ans.**

PIB en milliers de Mds\$ constants (source : Banque Mondiale)



Au début des années 2000, les économies européennes et américaine étaient au même niveau de PIB (en valeur constante). En l'espace de 20 ans, l'écart de richesse n'a cessé de se creuser et s'accroît depuis la fin du Covid-19 :

**c.40%** Ecart de PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat.

**+2,5%** Croissance USA en 2023, vs +0,5% dans l'UE.

**25<sup>ème</sup>** Classement France en PIB par habitant (11<sup>ème</sup> en 1990).

## / Quelques facteurs d'explication

Au-delà des aléas conjoncturels, plusieurs causes structurelles permettent d'expliquer cette situation :

**Esprit entrepreneurial et soutien aux entreprises** bien plus marqués outre-Atlantique, où la culture du risque et de la réussite amplifie la création d'entreprise et l'innovation.

**Dynamisme démographique** plus important aux USA : les ménages américains consomment davantage et leur population active croît (+0,5% par an aux USA contre -0,2% par an dans la zone euro).

**Grande flexibilité du travail** aux Etats-Unis, alors qu'en Europe le modèle est davantage tourné vers un système plus protecteur, ce qui mine la compétitivité des entreprises.

**Culture de la politique d'investissement** aux Etats-Unis : on peut notamment pointer la mise en œuvre d'un vaste programme de relance de l'économie post-Covid à hauteur de 1 900 Mds\$, soit le PIB de l'Italie.

**Tropisme américain pour l'innovation**, qui donne notamment naissance à des géants technologiques et numériques (Nvidia, Microsoft, GAFA, etc.), là où le droit européen de la concurrence est plus restrictif.

Chez PH Finance, nous savons que les entrepreneurs sont le pilier de la création de richesse et de la croissance du continent européen. C'est pourquoi nous serons toujours à leur côté pour les conseiller et participer, à notre échelle, à la réussite de leurs entreprises.



# Le baromètre des transactions M&A

## Compte rendu de l'activité M&A du premier semestre 2024

Auteur :  
Eloi d'Halluin



Analyste Recherche  
Corporate Finance

### / L'activité M&A par secteur d'activité

Sur le S1 2024, les **+1 700 opérations** recensées par PHF font ressortir une hausse de **+6%** en volume par rapport au S1 2023. Les secteurs les plus porteurs ce semestre : **Média, Marketing & Communication (+32,2% vs S1 2023)** et les **Services & Conseils aux Entreprises (+18,8%)**. En revanche, le secteur des **Logiciels** fait l'objet d'une baisse de **-17% vs S1 2023**.

#### Top 3 des secteurs (en volume) :



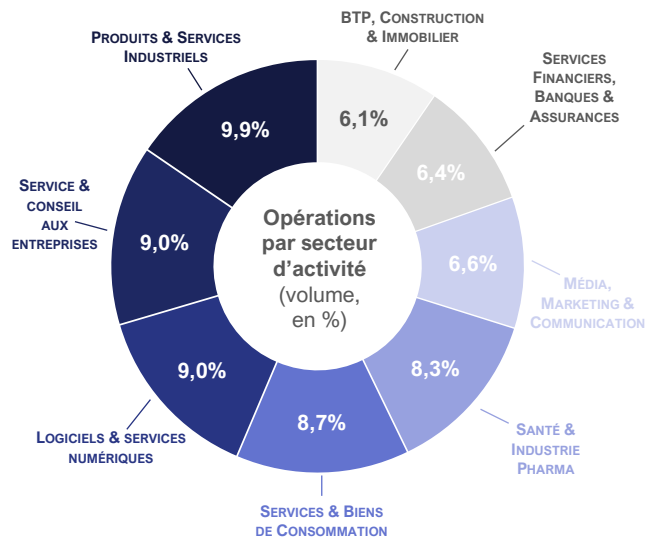
**Produits & services industriels** : c. 175 opérations



**Service & conseil aux entreprises** : c. 160 opérations



**Logiciel & services numériques** : c. 160 opérations



### / L'activité M&A par type d'opérations

Les opérations finalisées au S1 2024 étaient du type suivant :



**675** concernaient des opérations **M&A** entre *corporates* ;



**360** concernaient des opérations de **capital innovation** ;



**270** portaient sur des **opérations de transmission** impliquant des fonds d'investissement ;



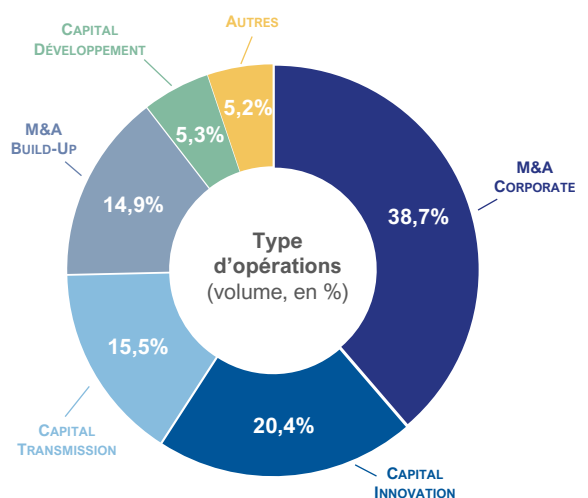
**260** concernaient des opérations de **Build-Up** ;



**95** portaient sur des opérations de **capital développement** ;



**90** opérations d'autres types (retournement, Bourse, etc).



### / Le deal Mid-Cap du semestre – Constellation

**Qualium** sort du capital de l'ESN Constellation, seulement deux ans et demi après son **investissement minoritaire de 50 M€**.

Le fonds britannique **3i** fait son entrée en tant que majoritaire contre un **ticket de 116 M€**, et **valorise** le groupe **plus de 250 M€**. 3i compte accélérer encore la **stratégie de Buy-and-Build** du groupe.



CONSTELLATION

**c.200,0 M€** chiffre d'affaires 2023  
**19** croissances externes depuis 2016  
**700** collaborateurs au total  
**+400 M€** objectif de CA d'ici 5 à 7 ans

**PH** Philippe Hottinguer  
Finance

**Philippe Hottinguer Finance**

*58 rue Pierre Charron, 75008 Paris*