

ACQUISITIONS

# Les acheteurs redoublent de prudence

Le durcissement des conditions de financement sur le marché de la dette privée a freiné l'appétit des investisseurs pour les cabinets de courtage. Fonds d'investissement et industriels sont devenus plus vigilants et exigeants sur le choix de leurs cibles.

La fête est finie ! L'argent gratuit relève désormais d'un passé doré bien révolu. Et cela a eu un impact incontestable sur les *deals* dans le secteur du courtage. Un gel clairement ressenti par le marché au moment où Premium a suspendu sa revente, en mai dernier, pour en redéfinir les contours. Le groupe n'avait alors pas trouvé d'investisseur capable de répondre au cahier des charges qui le valorisait à plus d'un milliard d'euros, soit un multiple de 15 fois l'Ebitda de 2022. Olivier Farouz, son président et actionnaire minoritaire aux côtés des fonds ►►►

## Des opérations moins nombreuses, mais plus ciblées

Date	Acquéreur	Actionnaire acquéreur	Pays siège	Nature	Cible	Activité cible	Valorisation estimée
Juin 23	Meilleurtaux	Silverlake	France	Courtier	Patriméa	Épargne	0-10 M€
Juin 23	Kereis	Bridgepoint	France	Courtier	RGF	Courtier Vie – Épargne	10-50 M€
Juin 23	Groupe LSA	IK, ISAI	France	Courtier	Agéa Solutions	Courtier appartenant Agéa	0-10 M€
Juin 23	Admiral Group	Coté	Royaume-Uni	Courtier	Luko	Assurance habitation et nouveaux véhicules électriques	10-50 M€
Mai 23	Antinea Courtage	Indépendant	France	Courtier	Droitecourt Assurances	Risques d'entreprise et assurance transport	0-10 M€
Avril 23	Diot-Siaci	OTPP, Ardian	France	Courtier	ASK Gras Savoye	Courtier au Maroc	50-100 M€
Mars 23	Lapi Groupe	Indépendant	France	Courtier	Ariam Assurances, Cabinet Labouré, Eurosur	Petits courtiers entreprises	0-10 M€
Mars 23	Accenture	Coté	États-Unis	Courtier	Optimind	Conseil en gestion des risques, actuariat, finance, conformité	>100 M€
Févr. 23	+Simple	KKR, Tikehau, Eurazeo, Speedinvest	France	Courtier	Éverat	Agence de souscription	0-10 M€
Févr. 23	Garantme	NewAlpha, 115K, Axeleo	France	Courtier	Citima	Gestion de la relation client des agences immobilières	0-10 M€
Févr. 23	+Simple	KKR, Tikehau, Eurazeo, Speedinvest	France	Courtier	Profirst	Courtier grossiste en assurances multirisques professionnels	0-10 M€
Févr. 23	+Simple	KKR, Tikehau, Eurazeo, Speedinvest	France	Courtier	Carmine Assurance	Assurance spécialiste des risques automobiles et de l'assurance temporaire	0-10 M€
Févr 23	Santiane	Latour Capital	France	Courtier	Avec Mon Assureur	Assurance emprunteur	0-10 M€
Janv. 23	Verlingue	Groupe Adelaïde	France	Courtier	Cabinet Depeyre	Risques d'entreprise complexes et agence de souscription	0-10 M€
Déc. 22	Diot-Siaci	OTPP, Ardian	France	Courtier	Sol Mondo	Risques politiques et structured finance	0-10 M€
Déc. 22	Groupe LSA	IK, Isai	France	Courtier	Atara	Plateforme de mise en relation entre éleveurs et acheteurs d'animaux	0-10 M€
Déc. 22	+Simple	KKR, Tikehau, Eurazeo, Speedinvest	France	Courtier	MG Denzer	Courtier spécialiste interprètes et hôtels-restaurants	0-10 M€
Déc. 22	Groupe Premium	Eurazeo, Montefiore	France	Courtier	Valetys	CGP	0-10 M€
Déc. 22	Filhet-Allard	Indépendant	France	Courtier	D & A Group	Assurance-crédit et affacturation	0-10 M€
Déc. 22	Verlingue	Groupe Adelaïde	France	Courtier	RT Global	IARD	0-10 M€
Déc. 22	Groupe Premium	Eurazeo, Montefiore	France	Courtier	Sefima	Cabinet de conseil en gestion de patrimoine	0-10 M€
Déc. 22	Diot-Siaci	OTPP, Ardian	France	Courtier	Urios	Spécialiste en assurance crédit	10-50 M€
Nov. 22	KKR	Non applicable	États-Unis	Private equity	April	Courtier grossiste et direct particuliers	> 500 M€
Nov. 22	Artémis	Odealim	France	Courtier	AJN Courtage	Courtage crédit immobilier	0-10 M€
Nov. 22	+Simple	KKR, Tikehau, Eurazeo, Speedinvest	France	Courtier	Alt Partners	Courtier entreprises	0-10 M€
Nov. 22	Kereis	Bridgepoint	France	Courtier	Cegema	Courtier grossiste ADP	10-50 M€
Oct. 22	Howden	HG Capital	Royaume-Uni	Courtier	Seasecure	Courtage en assurance maritime	0-10 M€
Sept. 22	Kereis	Bridgepoint	France	Courtier	Valorielles	Courtier protection sociale et rémunération	0-10 M€
Sept. 22	Eres	IK	France	Épargne	Bienprévoir Primaliance	CGP online et plateforme de distribution de SCPI	10-50 M€
Sept. 22	+Simple	KKR, Tikehau, Eurazeo, Speedinvest	France	Courtier	Innovaction	Courtier d'assurance spécialisé poids lourds	0-10 M€
Sept. 22	Howden	HG Capital	Royaume-Uni	Courtier	Théorème	Courtier entreprises spécialisé flottes auto, IARD, ADP	50-100 M€

Source : Cambon Partners

►►► Eurazeo (depuis 2021) et Montefiore (2018), avait alors décidé de suspendre l'opération. « Cette année, les fonds sont clairement plus précautionneux avec les valorisations, mais aussi la gestion des risques, analyse ce dernier. Nous en avons tiré des leçons et nous nous sommes adaptés. »

Eurazeo, l'équipe de management emmenée par Olivier Farouz et Montefiore Investment, a trouvé fin juillet une issue en signant un accord. Les fonds gérés par Blackstone apportent 400 M€ de financement en fonds propres et quasi-fonds propres au groupe Premium. Barings remet aussi au pot avec un nouveau financement de 300 M€. L'opération valoriserait ainsi la société 1,15 Md€, la cible souhaitée par les investisseurs historiques. En contrepartie, ces derniers restent au capital pour démontrer leur confiance dans l'avenir du groupe.

## Quitte ou double sur les large caps

Ce qui a joué dans ce délai, clairement, c'est le passage dans la cour des grands. Celle des large caps (grandes capitalisations) pour lesquelles seule une poignée de fonds sont capables de répondre présent. Or Premium est une sorte d'ovni dont le modèle économique fondé sur les rétrocessions de commission peut être remis en cause au niveau européen dans le cadre de la Retail investment strategy (RIS). Et, surtout, l'année 2023 est moins facile en termes de levées de fonds. « Le marché des fusions-acquisitions était tiré par le private equity depuis dix ans, note

Guillaume Eymar, associé de Cambon Partners, l'une des banques d'affaires leader du marché. Le contexte d'augmentation du coût de la dette restructure le paysage des opérations depuis douze mois. » Les fonds, s'endettant fortement, doivent non seulement s'assurer d'une marge solide malgré des coûts de financement qui explosent et être plus sélectifs avec un niveau de fonds propres nécessaires par opération plus conséquent.

Dans ce contexte, April a tout de même réussi à se valoriser un peu moins de 2,4 Md€, pour un Ebitda de l'ordre de 150 M€. Mais plusieurs données expliquent cette exception : le deal a été conclu en novembre de l'année dernière, quand les taux

« Le marché des fusions-acquisitions était tiré par le private equity depuis dix ans. Le contexte d'augmentation du coût de la dette restructure le paysage des opérations depuis douze mois. »

GUILLAUME EYMAR  
ASSOCIÉ DE LA BANQUE  
D'AFFAIRES CAMBON PARTNERS



directeurs commençaient seulement leur remontée ; le groupe de courtage a un business model plus diversifié en tant que grossiste généraliste. En bref, April a présenté un historique solide dans un environnement macroéconomique incertain où les fonds d'investissement cherchent à se rassurer.

## Les mid caps recherchés par les industriels

« Sur les courtiers plus petits, le marché des acquisitions est plus prévisible : les industriels sont davantage présents et prennent le relais des fonds », poursuit Guillaume Eymar. Les assureurs et courtiers anglo-saxons montrent en effet un intérêt pour des cibles françaises qui peuvent servir ensuite de base pour se développer. » Autrement dit, pour mettre un pied sur le marché français, qui est difficile à pénétrer, car très mature. Les cibles concernées sont alors souvent valorisées entre 10 et 100 millions d'euros : elles sont à la fois plus faciles à intégrer, avec une présence de terrain assez étendue, pour ensuite acquérir d'autres petites sociétés de courtage ou de conseil en gestion de patrimoine.

L'archétype de ce genre de projet a été l'acquisition de Théorème, en septembre dernier, par la filiale française du britannique Howden, financé par le fonds d'investissement HG Capital. « Il y avait peu de cibles éligibles (taille, savoir-faire, notoriété, etc.) pour parvenir à pénétrer le marché, analyse Guillaume Eymar. Le choix a été excellent, car, en

combinant croissance organique et croissance externe, le groupe peut désormais concurrencer les plus grands courtiers sur le marché hexagonal. »

Pour la Belgique, le rachat du courtier vie RGP par Kereis répond aussi à cette stratégie. La consolidation entre corporates va donc bon train, avec une volonté d'avoir une présence internationale ou régionale. La logique est de devenir incontournable aux yeux des courtiers locaux et d'avoir un effet massification pour mieux négocier avec les assureurs, notamment dans un contexte de hausse des primes. Les industriels, recourant moins à l'effet de levier, sont alors prêts à mettre le prix pour avoir un bon relais de croissance sur un marché complémentaire.

Dans ce contexte, la rareté des cibles entre 20 et 100 M€, permettant une telle consolidation, maintient encore les valorisations à un prix stable. Et, sur les small caps, de 5 à 20 M€ de valorisation, la dynamique des LBO (leveraged buy out, rachat avec effet de levier) devrait se poursuivre. « Les valorisations avec des multiples à deux chiffres vont se maintenir, prévoit Pierre Albouy, associé chez Nemrod Partners. Ce sont des acteurs qui ne subissent pas l'inflation, car cette dernière se répercute au client final. »

Résultat : le courtage est un des rares secteurs où la marge est parfaitement préservée... voire progresse en période de hausse des prix ! De plus, les petites cibles peuvent être intégrées plus facilement, ce qui permet d'avancer précautionneusement, mais régulièrement. « Un des secteurs porteurs est aujourd'hui l'assu-



« Cette année, les fonds sont clairement plus précautionneux avec les valorisations, mais aussi la gestion des risques. »

OLIVIER FAROUZ  
PRÉSIDENT DU GROUPE PREMIUM

rance affinitaire, comme pour les voyages, car sur l'achat de prestation à plusieurs centaines ou milliers d'euros, le surcoût de la prime est indolore pour le consommateur final, poursuit-il. Cela promet de belle croissance sur ce type de marché. »

## Vigilance accrue sur tous les deals

Quelle que soit la taille de la cible, tous les acquéreurs sont globalement devenus

plus vigilants. « Aujourd'hui, les industriels vont étudier de plus près les synergies possibles en termes de compétences et de systèmes informatiques », témoigne Pierre Albouy. En clair, la réduction des coûts est étudiée de près pour que la croissance externe n'impacte pas, voire améliore, la rentabilité du groupe.

Pour conserver les valorisations à deux chiffres, les

fonds comme les industriels demandent également des garanties de passif (GAP) dans le contrat d'acquisition. Concrètement, la cible acquise doit donc provisionner une part de sa valorisation pour indemniser l'acquéreur en cas d'augmentation du passif lié à la gestion passée (risques fiscaux, sociaux, etc.).

« En France, nous sommes prêts à mettre jusqu'à 10 %

de la valorisation en GAP, mais nous sommes face à des acquéreurs anglo-saxons qui, culturellement, sont plus habitués à 30%. Il faut alors négocier toutes les clauses, dont les plafonds, franchises, indemnités spécifiques, durée... ou imposer à l'acquéreur qu'il prenne une assurance GAP pour réduire ces écarts », annonce Guillaume Eymar.

Aujourd'hui, après des années fastes, le marché trouve un point d'équilibre. Les cibles, sur fond de concentration qui perdure, ont encore l'espoir d'encasser de très belles plus values... à condition que ces culbutes n'apparaissent pas trop acrobatiques.

● MORGANE REMY

1/2 PUB LARGEUR

L : 178 X H : 114

PLEIN PAPIER  
1/2 PUB LARGEUR

L : 200mm X H : 133mm  
+  
5 mm de fond perdu