



NexResearch

OFI Private Equity Capital

FR0000038945- OPEC

Fair Value: 11,07€

		€ millions	2009a*	2010f	2011f	2012f	2013f
Dern. Cours, €	8,40	Chiffre d'Affaires	306.6	322.2	333,2	343.0	351.5
Cap. Boursière, M€	510,6	Résultat d'exploitation	35.6	33.8	34.6	35.3	35.9
Nombre d'actions, M	6.2	Marge oper., %	11.6%	10.5%	10.4%	10.3%	10.2%
Var. sur 1 an:	5.15 – 9.44	Résultat net part du Groupe	6.3	5.3	4.9	5.5	5.6
		Marge nette, %	2.1%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%
		BNA dilué, €	4,8	3,9	5,0	5,6	6,0

Source: Nexresearch

OPINION

Nous initions la couverture d'OFI Private Equity. Nous valorisons la société par les méthodes des DCF, DDM et des comparables boursiers. La fair value ressort à 11.42€. Étant donné l'écart très important entre les différentes valorisations, nous avons décidé d'utiliser la médiane plutôt qu'une moyenne pondérée.

Pour nous les points clés d'OFI Private Equity sont :

- 1) Un modèle d'investissement solide et durable dans des sociétés bien implantées sur leur marché;
- 2) L'implication et la proximité de la société dans la gestion de ses participations;
- 3) Une augmentation de capital de 35M€ qui intervient à un moment propice pour compléter la dynamique d'investissement actuelle et future

Secteur	Risque	Possibilité Bonnes Surprises
✓ 	✓ 	✓

RESUME CONCLUSION

OFI Private Equity Capital (OFI ou l'OPEC) est une société d'investissement en Private Equity basée en France. La société détient des participations majoritaires dans six entreprises, et des participations minoritaires dans quatre autres.

La stratégie d'investissement de l'entreprise a trois caractéristiques :

- La poursuite de principes d'investissement socialement responsables
- L'implication active dans la gestion des sociétés en portefeuille.
- Une autre caractéristique est qu'OFI cherche à investir dans des sociétés qui ont réalisé par le passé un LBO.

Après avoir fait état d'un chiffre d'affaire 2009 de 306.6M€ (+13%) pour un résultat de 6.3M€, OFI a rapporté un chiffre d'affaire au T1 2010 de 79.3M€ en hausse de 5.5% à périmètre comparable. Deux des principales participations de la société, Dessange et Léon de Bruxelles, acquises en 2008 ont fait état de croissance du chiffre d'affaire au T1 2010 de 8.1% et 22.6%. De plus la société a annoncé pour 2010 des perspectives de croissance de chiffre d'affaire de ses participations dont OFI constate le redémarrage de l'activité parallèlement à la reprise économique.

La société a lancé récemment une augmentation de capital de 35M€ ce qui représente 30% des fonds propres actuels et engendre une forte dilution pour les actionnaires existants. On peut néanmoins noter la confiance des actionnaires principaux dont certains ont souscrit à l'augmentation de capital pour ne pas être dilué. Bien que dilutive, cette augmentation de capital peut se révéler opportune si le facteur de plus value est supérieur au facteur de dilution. Dans la mesure où elle a lieu dans un marché en bas de cycle, il est probable que les fonds levés serviront à des acquisitions à un prix raisonnable.

Nous croyons qu'OFI possède des atouts uniques pour performer dans ses activités, ce qui devrait l'aider à atteindre un certain succès, même s'il existe de nombreux risques inhérents aux activités. Ces risques concernent principalement les ressources humaines qui nécessitent les compétences spécifiques capitales au bon fonctionnement des sociétés du portefeuille d'OFI, et le manque de liquidité relative du portefeuille dont les actifs sont privés.

POINTS FORTS

Un portefeuille d'investissements diversifié

Le portefeuille d'OFI comprend 10 sociétés agissant dans divers secteurs : les services aux consommateurs, l'alimentation, l'emballage, les outils, instruments, fournitures industrielles et des matériaux, des services financiers, dans l'électronique ou encore la biotechnologie. Ces entreprises opèrent dans divers endroits en France, USA, Royaume-Uni et d'autres pays. Néanmoins, le degré de diversification est quelque peu limité par le poids des quatre plus importantes entreprises du portefeuille et le poids des activités françaises, mais la diversification est bien réelle et elle limite l'impact d'une société sur la performance de l'ensemble du portefeuille.

Une stratégie d'investissement claire, fondée sur la performance à long terme et l'engagement direct dans la gestion des sociétés où la société possède des participations.

OFI a défini une stratégie d'investissement claire, qui repose sur les piliers suivants :

- L'investissement dans des entreprises rentables de haute qualité, leaders dans leurs secteurs, conduits par des équipes de gestion qui ont fait leurs preuves.
- cibles d'investissement sont des entreprises d'une valeur comprise entre 15M€ et 75M€.
- se concentrer sur les opérations de LBO secondaires.
- les arrangements financiers sont structurés en fonction des besoins de l'entreprise, à l'aide de fonds propres et de dette mezzanine

- collaboration étroite avec l'équipe de direction, qui est beaucoup investi dans le capital de l'entreprise sur le long terme.

Selon OFI, «une grande partie de la stratégie consiste à soutenir les sociétés du portefeuille dans leur développement». Cette initiative est mise en œuvre avec un accent sur le long terme et en tenant compte du rythme de développement des entreprises. Cet engagement de respect du cycle de vie de l'entreprise et le travail aux côtés des administrateurs sont deux des valeurs essentielles d'OFI.

L'implication directe dans la gestion des sociétés en portefeuille permet à OFI un suivi proche du développement de l'entreprise et l'assurance du respect des objectifs fixés par les contraintes ESG. De plus, les sociétés du portefeuille ont la possibilité de bénéficier de l'expertise du personnel d'OFI et des ressources nécessaires pour élargir et améliorer les performances.

OFI s'intéresse surtout aux gains à long terme, ce qui permet une meilleure adéquation avec les intérêts des sociétés dans lesquelles OFI a des participations. Cette caractéristique propre à OFI lui donne une position très différente de l'image récurrente des sociétés d'investissement « court termistes » qui sont souvent motivés par la performance maximale sur une durée minimale et oubliant complètement les objectifs à long terme et la pérennité de l'entreprise cible. Cette vision à long terme est parfaitement compatible avec l'investissement socialement responsable et permet aussi à l'entreprise de ne pas se laisser distraire par les fluctuations à court terme des marchés. Enfin cela permet à la société de se concentrer sur un développement véritablement durable à la place.

Un processus d'analyse des investissements bien défini

L'analyse de chaque investissement potentiel suit un processus parfaitement défini. Chaque acquisition potentielle est enregistrée dans une base de données et ensuite examinée par toute l'équipe chaque semaine. Ces fichiers sont classés selon leur priorité afin de permettre aux dossiers les plus prometteurs d'être examinés en premier. Les responsables d'investissements d'OFI rencontrent ensuite le management des entreprises sélectionnées. Les détails de chaque opération possible sont ensuite analysés en détail, et une due diligence sur la société cible est émise. Des prestataires externes sont embauchés pour effectuer des vérifications des états comptables, fiscaux, juridiques, environnementaux, etc. Le document d'investissement est ensuite préparé. Il comprend à la fois des éléments factuels sur la société cible, une décision d'investissement et la taille de l'investissement proposé. Par la suite, ce document sera utilisé lors d'une réunion du comité d'investissements, qui aura le dernier mot sur l'investissement.

Pour faciliter le processus de décision d'investissement, OFI a installé une suite logicielle conçue pour gérer les investissements. Le logiciel eFront de Front Venture a été acheté en 2006 et permet d'optimiser les processus de gestion administrative et financière, y compris la surveillance de la performance et la production de rapports. Avec un portefeuille d'investissement de plus en plus important, ces logiciels devraient permettre de garder un œil sur toutes les sociétés en portefeuille d'une manière centralisée.

Une équipe de gestion aux profils complémentaires

L'équipe de gestion comprend des membres expérimentés, tels que Olivier Millet et Jean-François Mallinjou, et des membres plus juniors (d'une vingtaine d'années), mais qui ont néanmoins une expérience dans des domaines pertinents pour l'activité d'OFI. Les jeunes membres devraient contribuer à faire de l'équipe de gestion un environnement dynamique, tandis que les membres les plus chevronnés peuvent apporter une expérience et une meilleure compréhension des business. Le comité de surveillance, représentant les principaux actionnaires, supervise la société, en fournissant une expertise supplémentaire.

Focus sur les LBO secondaires

La société se concentre sur les LBO secondaires. Cela signifie que la société cible a déjà réalisé une opération de LBO auparavant et que certains contrôles, procédures et optimisations sont déjà en place dans la société cible, tels que les systèmes d'information liés à la gestion de la société, l'optimisation des processus métier, etc... Cela permet à OFI de se concentrer davantage sur les questions opérationnelles des entreprises cibles et moins sur les tâches administratives.

OFI maintient une base de données des opérations de LBO depuis Janvier 2000. La base de données contient plus de 2600 dossiers et permet à OFI de rechercher des transactions qui correspondent aux critères de

l'entreprise comme la taille et l'activité des cibles. Cette base de données permet à OFI de rechercher activement des cibles d'acquisition nouvelles à partir d'un vaste registre de candidats.

Une politique d'investissements socialement responsables

Ces dernières années, on a pu assister à une augmentation de la sensibilité des investisseurs aux problèmes sociaux dans leurs décisions d'investissement. L'investissement socialement responsable est même devenu un style très en vogue, offrant aux investisseurs la satisfaction supplémentaire de savoir que leur argent est investi dans des entreprises qui ne nuisent pas à l'environnement et ne sont pas associés à des effets négatifs sur la santé, l'emploi ou les conditions de travail.

OFI s'est engagé dans l'investissement socialement responsable en évitant d'investir ses ressources dans les entreprises qui traitent avec l'armement, le tabac, l'alcool, les jeux et produits pour adultes (globalement tous les domaines liés au vice). OFI a déclaré que sa stratégie d'investissement intègre le vecteur du développement durable et que toutes les sociétés du portefeuille sont gérées en vue d'améliorer leurs performances dans le domaine de l'ESG (Environnement, Social et Gouvernance). OFI a déclaré être la première société de Private Equity en France à signer la charte de l'ONU en faveur de l'investissement responsable (UNPRI). En 2008, la première étape de cette initiative de développement durable a été mise en œuvre à la fois pour l'équipe d'investissement et pour les sociétés en portefeuille.

OFI a été noté AA, ou 3,5 / 5, par EthiFinance au mois d'Avril 2010, pour sa politique ESG. Ce score, calculé à partir de 40 critères ESG, ce qui représente, selon l'échelle EthiFinance, un «haut» niveau d'engagement et un niveau d'exécution "partiel". Cette note est basée pour 30% sur la note sur OFI Private Equity Capital, et pour 70% sur ses grandes participations. Plusieurs domaines de progrès ont été identifiés par EthiFinance, tels que les reportings de performance, le mode de gouvernance et la participation des critères ESG dans la chaîne de création valeur et les relations avec les fournisseurs des sociétés présente dans le portefeuille d'OFI.

En Mars 2010, OFI a également reçu le prix du développement durable, décerné par le magazine Private Equity.

Les activités des participations sont corrélées à la reprise

Les sociétés du portefeuille d'OFI sont liées au niveau de consommation sur leurs marchés. Dès lors, tout impact négatif sur ces marchés aura un effet sur l'activité d'OFI. L'activité de Léon de Bruxelles (chaîne de restaurant) est très fortement corrélée à la consommation des ménages, ce qui rend son activité très dépendante de l'intensité de la reprise économique. L'activité de Fondis (diagnostic immobilier) est fortement dépendante du volume des transactions immobilières. De la même manière, le chiffre d'affaire de la Financière de Siam, spécialisée dans les solutions d'étanchéité industrielle, est très sensible à l'investissement des entreprises. La hausse plus forte que prévue de la production industrielle aux Etats Unis au moi de Mai (+1.2% contre 0.9% anticipé), peut être un facteur de soutien pour la société. Enfin, la demande croissante de viande des pays en développement sera clairement un facteur de soutien pour l'activité d'IMV Technologies, société spécialisée dans l'insémination artificielle animale. La diversification des participations d'OFI devrait permettre un amortissement de ces impacts.

Les hommes, un risque clef

L'implication directe dans la gestion de sociétés de portefeuille fait partie de la stratégie d'OFI, mais cela signifie que le personnel d'OFI est tenu non seulement de rechercher des opportunités de nouveaux investissements et la mise en œuvre de ces investissements, mais aussi de participer aux activités quotidiennes des entreprises sous-jacentes. Cela nécessite une attention de la direction qui, idéalement, doit être soutenue par l'expertise pertinente et implication du personnel d'OFI. Comme le portefeuille se développe, les équipes d'OFI auront besoin de croître elles aussi. Cela implique un risque non négligeable sur le recrutement d'OFI dont les niveaux de qualification du personnel sont très élevés et où les ressources sont limitées. Le risque d'intégration de nouveaux membres dans l'équipe, et la gestion de cette équipe sera plus important au fur et à mesure du développement de la société.

Quatre entreprises dominant le portefeuille

Bien que les investissements du portefeuille d'OFI soient constitués actuellement d'une dizaine d'entreprises dans diverses industries, quatre d'entre elles représentent environ 20% de l'ensemble des participations, ce qui limite la diversification. Nous aimerions voir OFI produire un portefeuille plus équilibré où aucune participation ne dépasse les 10-15% du total.

Une faible liquidité du portefeuille

OFI investit dans des sociétés non cotées, ce qui rend l'exploitation de la société peu liquide. Bien que les participations dans une société cotée puissent être réduites, partiellement ou intégralement par la vente de ses actions sur le marché libre sans délai au prix coté. Cependant, les conditions de revente précipitées ne sont presque jamais favorables au vendeur. Dans le segment de marché sur lequel OFI opère, les cycles de transactions sont bien plus longs. Pour vendre une entreprise privée, un acheteur doit d'abord être trouvé. La société doit être évaluée et appréciée, et la transaction peut faire l'objet de clauses après-vente, par exemple, fondé sur la performance. Cela allonge considérablement la durée d'une vente, nécessite des ressources et du temps, et crée de nombreuses incertitudes quant à la réussite d'une telle opération, notamment sur le calendrier et le montant du produit net.

VALORISATION

Pour arriver à un prix objectif de prix sur OFI nous avons utilisé une combinaison de techniques dont un DCF, un DDM et des méthodes d'évaluation relatives.

		Fair Value
DCF	20%	24.70 €
Valorisation DDM	40%	4.99 €
Valorisation P/NAV	40%	10.34 €
Fair Value (médiane)		11.07 €

Source: Nexresearch

DCF

Calcul du WACC	
Prix, €	8.50€
Capitalisation, K€	54.6
Facteur bêta	1.74
Prime de risque du marché	4,5%
Taux sans risque	3.0%
Coût des capitaux propres	10.8%
Part des fonds propres dans l'entreprise	16%
Coût de la dette	8.25%
Taux marginal d'imposition	34%
Coût de la dette après impôt	5.4%
Part des dettes dans l'entreprise	84%
WACC	6,3%

Source: Nexresearch

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CA	306.6	322.2	333.2	343.0	351.5	358.5	365.6	373.0	380.4	388.0	1 782	1 818
Croissance du CA %	13.0%	5.1%	3.4%	2.9%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	35.6	33.8	34.6	35.3	35.9	35.8	36.5	37.3	38.0	38.8	39.5	40.3
marges %	11.6%	10.5%	10.4%	10.3%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
EBIT*(1-tax)	25.3	28.8	24.2	24.2	24.2	23.6	24.1	24.6	25.1	25.6	26.1	26.6
Dotations aux amort.	16.3	17.2	17.2	18.2	19.1	20.0	20.5	20.9	21.3	21.7	22.1	22.6
Investissements	-21.0	-19.7	-20.4	-19.9	-20.2	-20.0	-20.4	-20.8	-21.3	-21.7	-22.1	-22.6
Variation du BFR	14.0	-3.1	-2.2	-2.0	-1.7	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6	-1.6
= FCF	34.6	21.9	16.7	17.1	16.7	16.4	15.8	15.1	14.5	13.9	13.4	12.8
Valeur terminale												305.5

Source: Nexresearch

DCF valuation	€
Valeur présente de FCF	174.3
+Valeur présente de VR	305.5
= Valeur d'entreprise	479.8
- Dettes (tresorerie) nettes	295.8
= Valeur	184.0
Valeur par action	24.70

Source: Nexresearch

Comparables

	Price	Mkt Cap, mn	Net Book Value, mn	P/B	NAV per share	P/NAV
ALTAMIR AMBOISE, €	5.23	191.0	402.6	0.47	11.39	0.46
IDI, €	19.25	139.0	230.8	0.60	30.45	0.63
AP ALTERNAT ASSETS, \$	7.75	748.6	1,436.8	0.52	14.81	0.52
HARBOURVEST HVGPE, \$	6.71	565.4	718.2	0.79	8.64	0.78
LEBON, €	78.00	94.7	168.8	0.56	157.06	0.50
NB PRIV EQ PARTN, \$	5.72	310.1	483.2	0.64	9.58	0.60
QUESTFOR GR-PRICAF, €	4.25	50.1	87.5	0.57	7.56	0.56
Median				0.57		0.56

Source: NexResearch

Valorisation P/NAV Par action	€
Dernière NAV reportée	18.40
Multiple Comparable (médiane)	0,56 €
Prix cible, €	10.34 €

Source: Nexresearch

Dividend Discount Model

Dans la mesure où OFI est une société d'investissement, nous estimons que les dividendes jouent un rôle important pour les investisseurs. Nous avons donc décidé d'inclure une méthode d'évaluation appelée DDM (Dividend Discount Model) dans notre l'évaluation. Nous avons supposé qu'OFI augmenterait son taux de distribution, passant d'environ 32,5% en 2010 à 70% d'ici à 2014, dans la mesure où les activités de l'entreprise deviennent plus matures. Après 2014, nous supposons que les dividendes augmenteront linéairement de 2% par an. Cette évaluation se traduit par une valeur de 4,99€ par action.

SOCIETE

OFI Private Equity Capital (OFI) est une société basée en France, qui investit et gère des participations dans des entreprises de taille moyenne allant de 15M€ à 75M€. La société a débuté son activité en 2005 par un investissement d'1,1M€ dans Auto Escape. Actuellement, le portefeuille de la société se compose de 6 entreprises dont les participations au capital sont majoritaires et 4 dont les participations sont minoritaires. A aujourd'hui, le chiffre d'affaire cumulé de ces participations représente 450M€.

L'entreprise investit en fonds propres et par l'intermédiaire de dette mezzanine et est particulièrement axé sur les opérations de LBO secondaire. L'horizon de placement d'OFI est de cinq à dix ans. Les sociétés en portefeuille opèrent dans divers secteurs et pays, dont la France, États-Unis et du Royaume-Uni.

La société dispose d'un actionnariat stable depuis plusieurs années. Il est notamment composé de grandes compagnies d'assurance mutualistes françaises.

Les participations d'OFI :

Dessange International

Date d'investissement : Juillet 2008.

OFI détient 100% dans la société depuis le T1-2010.

Dessange International est une société basée en France qui opère dans le domaine des soins capillaires, cosmétiques, produits de maquillage et des accessoires sous la marque Jacques Dessange. Son modèle d'entreprise est basé sur la franchise, mais il développe, fabrique et commercialise une gamme de produits propres. La société gère plus de 1.000 salons en France et 38 dans d'autres pays. Selon le site Internet de l'entreprise, il est numéro un dans le monde de coiffure haut de gamme et le numéro trois à la vente de produits capillaires dans les supermarchés et les magasins.

Financière de Siam (Siem Supranite et Flexitallic Group)

Date d'investissement: Octobre 2006 (Supranite) et Octobre 2007 (Flexitallic).

OFI détient 48,8% dans chaque entreprise.

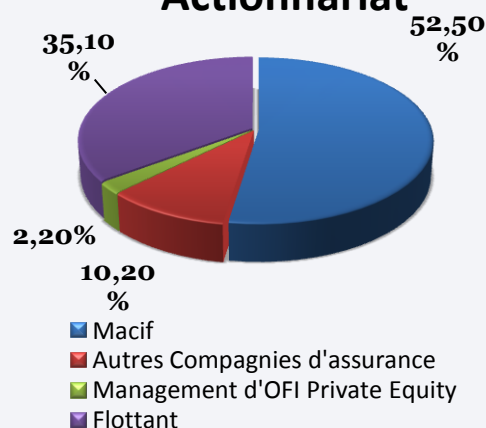
Siem Supranite est une société basée en France qui conçoit et distribue des joints pour l'industrie. La société opère avec des clients dans le raffinage, la chimie fine, la pétrochimie et l'industrie du nucléaire. Flexitallic Group est basé à Houston, Texas, USA. Il fabrique et commercialise des solutions d'étanchéité industrielle statiques pour les raffineries, usines chimiques et pétrochimiques, des centrales hydrauliques et nucléaires, etc...

IMV Technologies

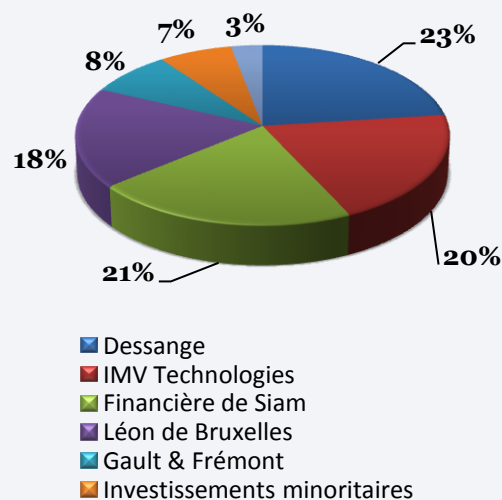
Date d'investissement: Juin 2007.



Actionnariat



Composition du portefeuille au 31 Mars 2010



Source : Rapport de la société

OFI détient 64,8% dans la société.

IMV Technologies fabrique et commercialise des équipements et consommables pour l'insémination artificielle animale. La société est basée en France et 80% de son chiffre d'affaires est généré à l'étranger dans plus de 100 pays. Selon le site Internet de l'entreprise, il est "numéro 1 dans le monde dans son industrie et est considérée comme une référence en matière de technologies de reproduction pour les animaux".

Léon de Bruxelles

Date d'investissement: avril 2008.

OFI détient 64,8% dans la société.

Léon de Bruxelles est une chaîne de 56 restaurants situés en France, qui servent près de 4 millions de clients par an. Léon de Bruxelles est le premier distributeur de moules sur le marché de la restauration.

Gault et Frémont

Date d'investissement: mai 2008.

OFI détient 70,2% dans la société.

Gault et Frémont est une société basée en France qui conçoit et fabrique des produits d'emballage pour la boulangerie et de pâtisserie. Les clients de la société sont des détaillants, des grossistes, des supermarchés, des meuniers, boulangerie et pâtisserie entreprises, et les entreprises de livraison de repas.

Fondis Electronic

Date d'investissement: Juin 2008.

OFI détient 62% dans la société.

La société distribue des équipements portatifs pour les inspections environnementales, l'évaluation et la mesure. L'entreprise est située en France et distribue des produits en Europe et en Afrique du Nord.

NFinance est une société d'analyse et d'ingénierie financière, Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus, Les informations exposées dans ces analyses et/ou études sont issues de sources dignes de foi, La responsabilité de NFinance ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission,

En applications des règlements de l'AMF et du code des sociétés et des marchés financiers, nous publions les informations suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communication préalable à l'émetteur : oui

Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Uni, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financial Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act,

Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États Unis ou dans ses possessions, Les valeurs mobilières sujet de cette étude n'ont pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.