

Cairn Finance

## Etude : Turenne Investissement

Cours au 18/09/2009 5.18 €

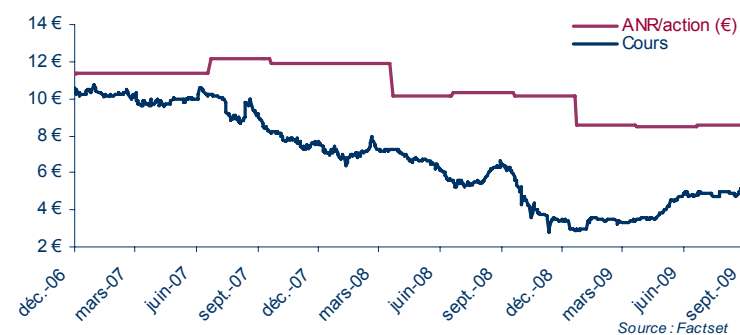
ANR minimum : 7.57 €

21 septembre 2009

### ■ Un véhicule rare, diversifié et liquide pour investir dans les PME

- Un fonds coté de capital développement-transmission dédié aux PME
- Un portefeuille de participations qui s'est enrichi de 16 sociétés en l'espace de moins de 3 ans
- Un ANR publié de 26.8M€, soit 8.58€/par titre, faisant ressortir une décote de -40% sur le cours de bourse
- Davantage de bonnes surprises que de déceptions à attendre sur le portefeuille à long terme
- Un « stress test » de l'ANR concluant qui a permis de tester la résistance des participations
- Une valeur pour jouer l'appréciation de l'ANR et la réduction de la décote avec les 1<sup>ers</sup> désinvestissements

Secteur :	Finance
Sous-secteur :	Capital développement
Société :	Turenne Investissement
Code ISIN :	FR0010395681
Cours au (18/09/09)	5.18 €
+bas/+haut 1an	2.82 € / 6.30 €
var. 1m / 1an :	+5.9% / -15.6%
Nb d'actions (M)	3.12
Capitalisation en M€	16.2
Vol. moyen / j (€)	8 483
ANR publié en M€	26.8
ANR publié par action	8.58 €



Johann CARRIER  
Analyste Financier  
Membre de la SFAF  
johann.carrier@cairnfinance.com

Avertissement en fin de document

## Résumé : un véhicule rare, diversifié et liquide pour investir dans les PME

- **Turenne investissement (TI) : un fonds coté de capital développement-transmission dédié aux PME.** TI est le véhicule coté de Turenne Capital Partenaires (250M€ d'actifs sous gestion) co-investi avec les autres fonds du groupe. TI cible les segments du capital développement et transmission d'entreprises non cotées avec des montants investis généralement compris entre 1M€ et 10M€ pour une valeur d'entreprise n'excédant pas 100M€.
- **Un portefeuille de participations qui s'est enrichi de 16 sociétés en l'espace de moins de 3 ans.** Depuis sa création fin 2006, TI a investi 22.5M€ dans 16 sociétés évoluant dans les secteurs de la santé (41%), des services (35%), de la distribution spécialisée (12%) et du développement durable (12%). A ce stade, le groupe dispose de 2.4M€ de liquidités lui permettant d'effectuer 2 à 3 nouveaux investissements.
- **Un ANR publié de 26.8M€, soit 8.58€ par titre.** L'ANR publié par TI, validé par les commissaires aux comptes, ressort à 26.8M€ (8.58€ par titre). Rappelons que les titres, comptabilisés à leur valeur d'acquisition, font l'objet d'un test trimestriel qui a conduit TI à déprécier 2 titres de -25% (Aston Medical) et -50% (Climadiff) et de réapprécier 2 autres de +15% (Menix) et +50% (Mediastay).
- **Davantage de bonnes surprises que de déceptions à attendre sur le portefeuille à LT.** L'étude des différentes participations nous laisse à penser que 3 nouvelles sociétés, pénalisées par la faiblesse de la consommation, pourraient être dépréciées (Solem, Cédé, Carven). Toutefois, l'impact sur l'ANR devrait être limité dans la mesure où ces participations représentent seulement 11.3% de l'ANR actuel. En revanche, 5 participations (Capsule, Dromadaire, Coutum, Pellenc ST et Quadrimex), représentant 21.4% de l'ANR actuel, offrent un potentiel de revalorisation significatif à moyen terme. Enfin, si le redressement d'Aston Médical (13% de l'ANR) venait à se confirmer, une réappréciation de la ligne serait également envisageable.
- **Un « stress test » de l'ANR concluant qui a permis de tester la résistance des participations.** Alors que l'essentiel des prises de participation de TI datent de moins de 2 ans, nous avons testé sur le portefeuille l'impact de la baisse des marchés depuis le point haut atteint mi-2007. Au final, avec un ANR qui ressort à 23.6M€ (12% inférieur à celui de TI), la résistance du portefeuille est tout à fait satisfaisante en dépit d'une méthodologie qui s'avère particulièrement pénalisante pour le private equity, compte tenu d'un horizon d'investissement de LT. Sur la base de cette approche, l'ANR par titre ressort à 7.57€ et peut s'apparenter comme un niveau minimum.
- **Une valeur pour jouer l'appréciation de l'ANR et la réduction de la décote avec les premiers désinvestissements attendus en 2010-11.** La décote actuelle sur le cours de bourse (-40%) se justifie notamment par un historique limité et une 1<sup>ère</sup> phase de désinvestissement qui débutera courant 2010-11. A cet horizon, le cours de bourse devrait s'apprécier sous l'effet conjugué d'une appréciation de l'ANR concomitante à l'extériorisation de plus-values et d'une réduction de la décote (-40%) liée à un bon track record de sorties.

Turenne Investissement	
Cours au (18/09/09)	5.18 €
+bas/+haut 1an	2.82 € / 6.30 €
Nb d'actions (M)	3.12
Capitalisation en M€	16.2
ANR publié en M€	26.8
ANR par action	8.58 €

### TI : ANR publié vs « stress test »

Société	valorisation	
	Turenne	Stress test
ASTON MEDICAL	3.5M€	2.7M€
MENIX (Dedienne+ Serf)	3.9M€	3.4M€
CAPSULE TECHNOLOGIE	1.9M€	1.9M€
CARVEN	1.4M€	1.1M€
CLIMADIFF	0.4M€	0.4M€
QUADRIMEX	0.6M€	0.7M€
COUNTUM	1.1M€	1.2M€
CEDE	0.8M€	0.3M€
PELLENC ST	0.8M€	0.8M€
MEDIASTAY	3.3M€	2.3M€
GLOBE DIFFUSION	0.7M€	1.2M€
WEBHELP	1.8M€	1.6M€
DROMADAIRE	1.3M€	1.8M€
LUCKY SURF	0.7M€	0.7M€
IDE	0.8M€	0.8M€
SOLEM	0.8M€	0.4M€
<b>Total participations</b>	<b>23.8M€</b>	<b>21.2M€</b>
Disponibilités et VMP	+2.4M€	+2.4M€
Actifs incorporels	+0.6M€	+0.0M€
<b>ANR</b>	<b>26.8M€</b>	<b>23.6M€</b>

**Les 1<sup>ères</sup> sorties matérialiseront le potentiel du fonds (hausse ANR + réduction décote)**

# Turenne Investissement : Sommaire

<b>1 – Turenne Capital Partenaires : un spécialiste du private equity</b>	<b>p.4</b>	<b>4 – Un portefeuille composé de 16 participations</b>	<b>p.21</b>
1.1 Turenne Capital Partenaires : 3 pôles dédiés au capital investissement	p.5	4.1 Des actifs dans la santé tournés vers l'hôpital	p.22
1.2 Une équipe encadrée par des professionnels expérimentés	p.6	4.2 Distribution : le BtoB plus résistant dans le contexte actuel	p.25
<b>2 – Principales caractéristiques de Turenne Investissement</b>	<b>p.7</b>	4.3 Le développement durable, nouvel axe d'investissement	p.28
2.1 Un statut de commandite avec un régime fiscal de SCR	p.8	4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing	p.31
2.2 Principes de fonctionnement de Turenne Investissement	p.9	<b>Annexes</b>	<b>p.38</b>
2.3 Un acteur de niche du private equity	p.10	Annexe I : échantillon de small cap issues de l'indice CAC Small 90	p.39
2.4 Typologie des investissements	p.11	Annexe II : équipe d'investissement	p.40
2.5 Une portée limitée de l'analyse des comptes	p.12	Annexe III : actionnariat, évolution du titre et volumes	p.41
<b>3 – Quel ANR retenir ?</b>	<b>p.14</b>	<b>Avertissement</b>	<b>p.42</b>
3.1 Principes méthodologiques du calcul de l'ANR par TI	p.15		
3.2 « Stress test » sur l'ANR publié	p.16		
3.3 Notre sentiment sur la globalité du portefeuille	p.18		
3.4 Exemple de pépites identifiées pour leur impact futur sur l'ANR	p.19		
3.4 Une décote du cours importante par rapport à l'ANR	p.20		

# **1 – Turenne Capital Partenaires : un spécialiste du private equity**

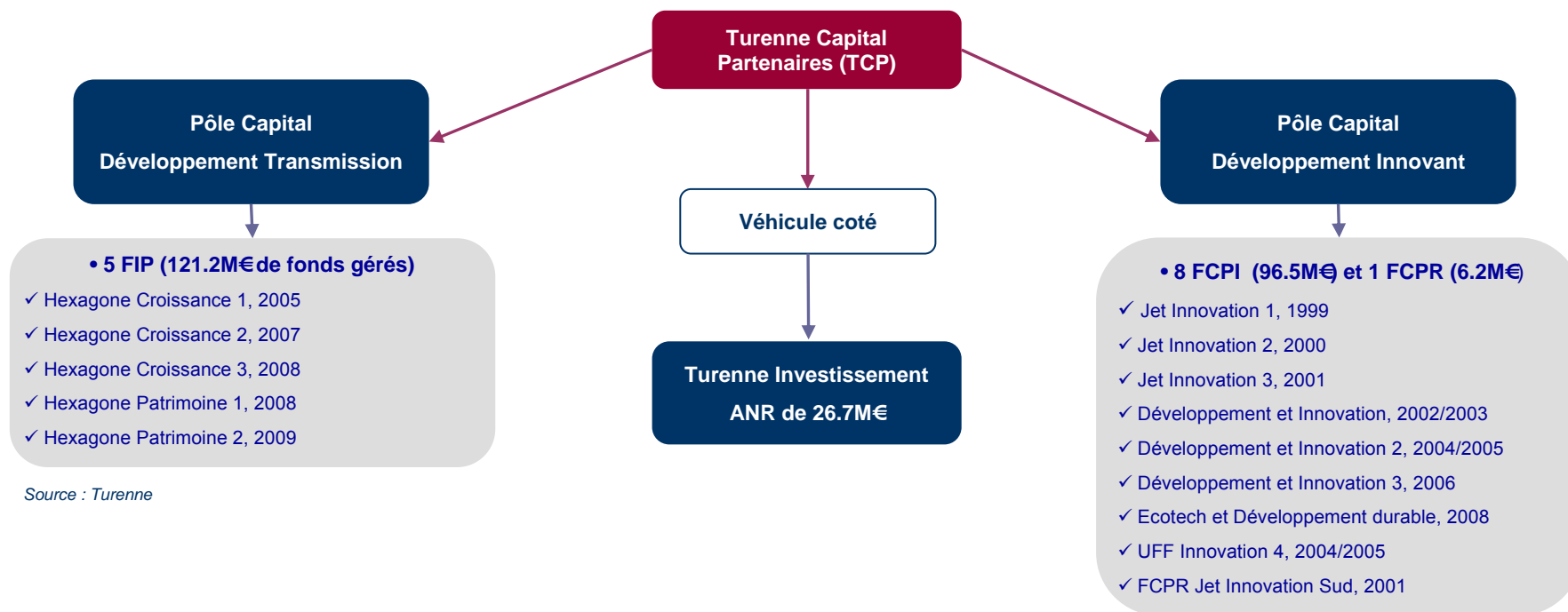
1.1 Turenne Capital Partenaires : 3 pôles dédiés au capital investissement

1.2 Une équipe encadrée par des professionnels expérimentés

# 1.1 Turenne Capital Partenaires : 3 pôles dédiés au capital investissement



Turenne Capital Partenaires : organigramme

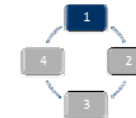


Source : Turenne

- **Turenne Capital Partenaires (TCP) : un spécialiste indépendant de l'accompagnement en fonds propres des sociétés de croissance.** Fondée en 1999, TCP est une société de capital développement indépendante avec plus de 250M€ d'actifs sous gestion, investis dans une cinquantaine d'entreprises. Ces investissements s'effectuent au travers de 15 fonds, composés de 8 FCPI, 5 FIP, 1 FCPR et un véhicule coté (SCR : Turenne Investissement).
- **Une expertise forte sur 5 secteurs d'activité en ciblant des entreprises de petites et moyennes tailles.** TCP privilégie les investissements dans 5 secteurs : la santé, les services, les technologies de l'information, l'industrie innovante et la distribution spécialisée. Son but est d'accompagner les chefs d'entreprise dans leurs opérations de croissance et dans le cadre d'opérations de transmission. Les montants investis sont généralement compris entre 1M€ et 10M€ (prises de participations minoritaires ou majoritaires) sur des PME ayant une Valeur d'Entreprise (EV) inférieure à 100M€.

Un des leaders français indépendants du capital développement

## 1.2 Une équipe encadrée par des professionnels expérimentés



### Turenne Capital Partenaires : équipe d'investissement\*

#### Capital Développement Transmission



**Benoît Pastour**

- Directeur Associé
- Expérience P-E : 18 ans



**François Lombard**

- Président
- Expérience Private Equity (P-E) : 26 ans

#### Capital Développement Innovant



**Hubert Michalowski**

- Directeur Associé
- Expérience P-E : 22 ans



**Quentin Jacomet**

- Directeur investissements
- Expérience P-E : 6 ans



**Mathieu Ribot**

- Chargé d'affaires
- Expérience P-E : 1 an



**François Picarle**

- Chargé d'Affaires Senior
- Expérience P-E : 2 ans

\* Détail des CV en Annexe II

Source : Turenne

- **Turenne Capital, une équipe de 15 personnes.** La société emploie 15 personnes se répartissant pour une moitié sur les activités supports (contrôle interne, déontologie, marketing, relations investisseurs...) et pour l'autre moitié sur les activités liées à l'investissement. Cette dernière équipe regroupe des profils complémentaires de par leurs formations et leurs expériences. Une approche collégiale prédomine dans le cadre des décisions d'investissement. Plus de 400 dossiers sont reçus chaque année et 10% d'entre eux font l'objet d'un approfondissement avec à la clé une réalisation de 10 à 15 opérations.

### Une approche collégiale du processus décisionnel

## **2 – Principales caractéristiques de Turenne Investissement**

2.1 Un statut de commandite avec un régime fiscale de SCR

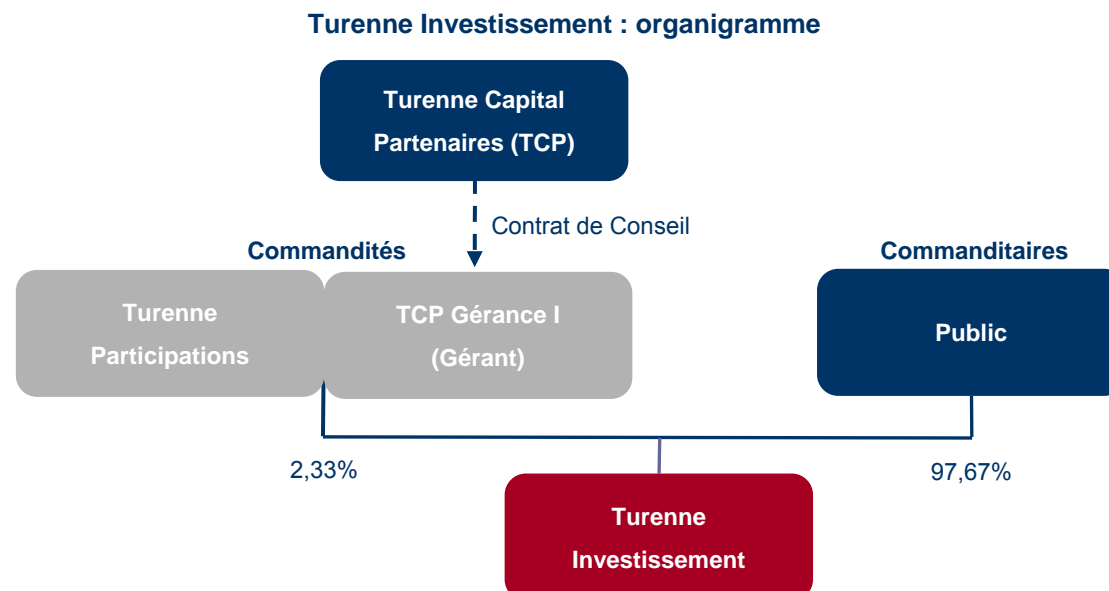
2.2 Principes de fonctionnement de Turenne Investissement

2.3 Un acteur de niche du private equity

2.4 Typologie des investissements

2.5 Une portée limitée de l'analyse des comptes

## 2.1 Un statut de commandite avec un régime fiscal de SCR



*Source : Turenne*

- **Turenne Investissement (TI) : une structure encore récente dans le capital investissement.** La société d'investissement TI a été créée le 7 septembre 2006 et introduite en bourse le 11 décembre de cette même année. TI a pour vocation de prendre des participations, généralement minoritaires, dans des sociétés non cotées et principalement basées en France.
- **Turenne Investissement, une société en commandite limitant le pouvoir des actionnaires.** TI est une SCA (Société en Commandite par Actions) dont les associés commandités sont les sociétés TCP Gérance I et Turenne Participations. TCP Gérance I est contrôlée par le PDG de Turenne Capital, François Lombard, et assure la fonction de gérance de TI. Turenne Participations est, quant à elle, contrôlée par TCP et permet à l'équipe d'avoir accès à une rémunération variable (carried interest). Dans ce type d'organisation, les pouvoirs sont aux mains de TCP en dépit d'un contrôle capitalistique limité à 2.33%. En d'autres termes, les autres actionnaires de TI n'ont aucun contrôle sur TI, ses dirigeants, ses performances ou sa stratégie.
- **Un régime juridique et fiscal de SCR particulièrement attractif.** Le régime de SCR (Sociétés de Capital Risque) permet à TI d'être exonérée d'impôts sur les sociétés sur la totalité des produits courants et des plus-values de cession des titres de son portefeuille, à condition que 50% de sa situation nette comptable soient constitués de titres participatifs ou titres de capital ou donnant accès au capital d'une société de manière constante. Ce régime est également intéressant pour les actionnaires de la SCR puisque les personnes physiques résidant en France sont exonérées de l'imposition sur les plus-values (hors CSG/RDS) et sur les dividendes, si les titres sont détenus depuis au moins 5 ans et si les dividendes sont réinvestis pendant au moins 5 ans.

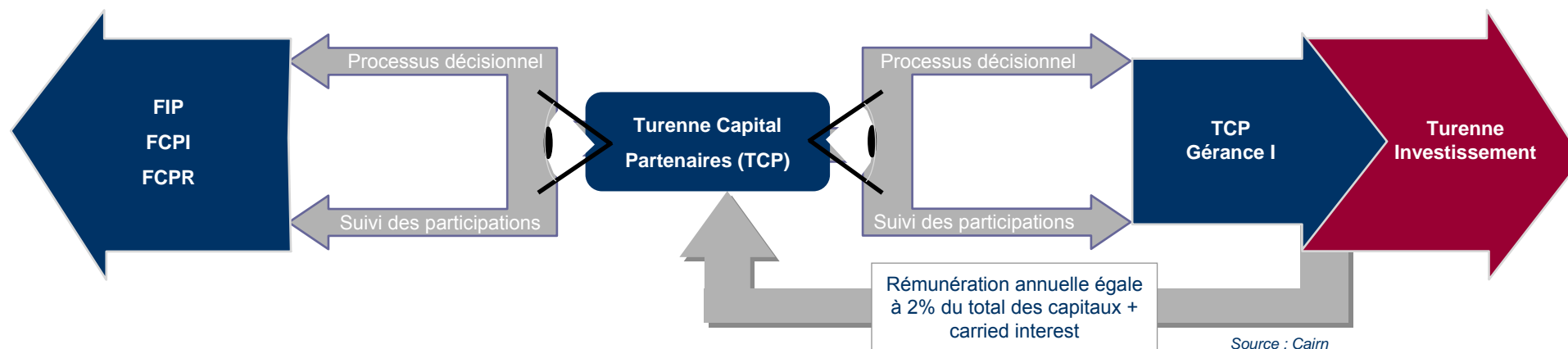
**Un statut juridique contraignant mais un régime fiscal attractif**



## 2.2 Principes de fonctionnement de Turenne Investissement



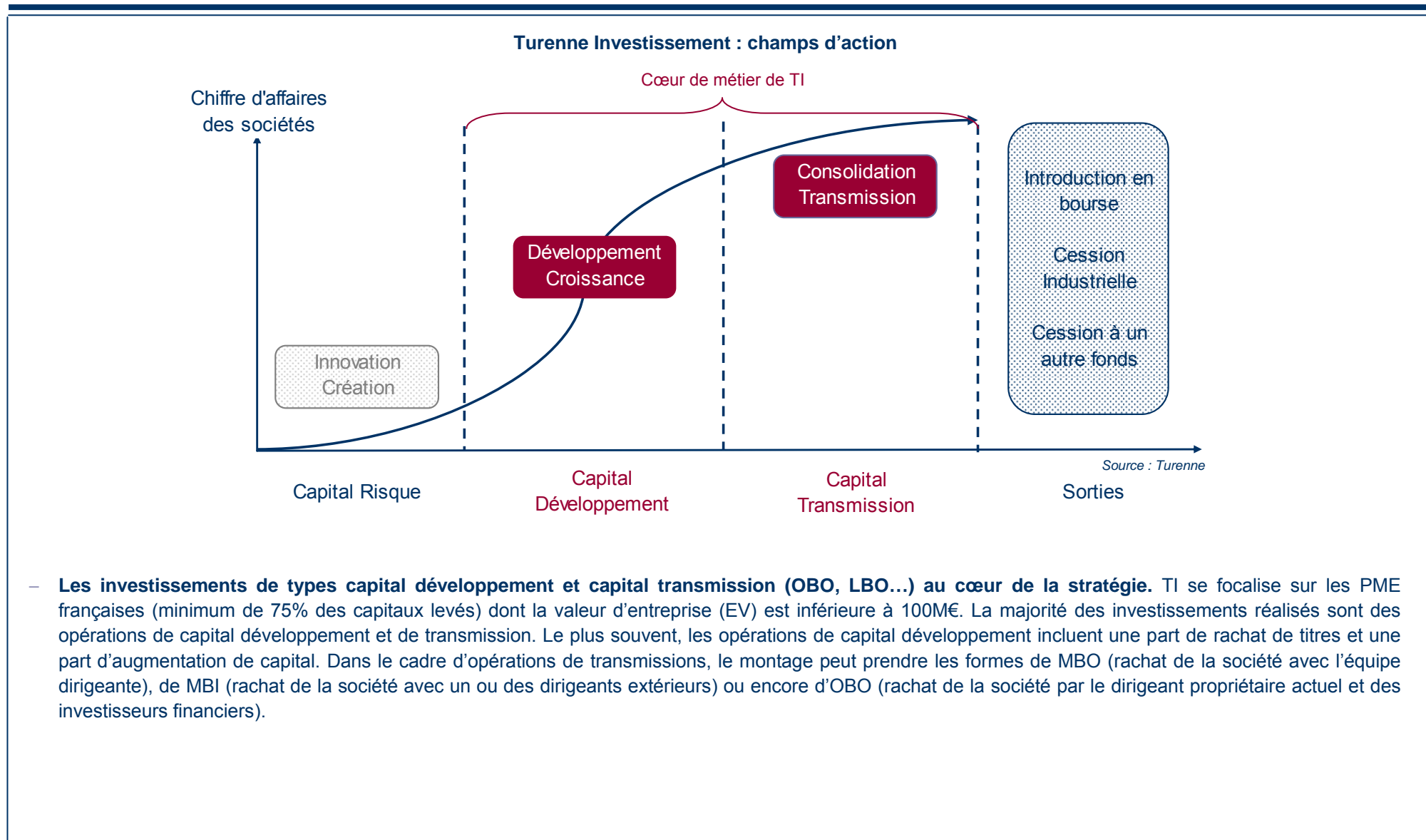
Organigramme du processus décisionnel et rémunération des prestations



- **Un processus décisionnel encadré par un contrat de conseil.** L'ensemble des investissements réalisés est recherché, analysé, proposé et suivi par la société de gestion Turenne Capital Partenaires (TCP) dans le cadre d'un contrat de conseil conclu avec TCP Gérance I. La rémunération annuelle des prestations de conseil en investissements de TCP est égale à 2% du montant des capitaux de TI (somme de 2 rémunérations semestrielles égale à 1% du total du capital social augmenté des primes ou 1% des capitaux propres avant affectation du résultat), soit 578 309€ au titre de l'exercice 2008. De plus, TI verse une commission de performance égale à 20% du résultat annuel retraité aux associés commandités (carried interest, avec obligation de réinvestir pour 3 ans dans TI 25% de la somme perçue) qui représente dans les comptes 2008 une commission de 156 730€. Le montant des rémunérations versés apparaît conforme aux us et coutumes de la profession.
- **Des règles de co-investissement entre TI et les autres fonds de TCP définis semestriellement.** Le co-investissement de TI avec les autres fonds gérés par TCP est régi par un contrat, dont la répartition des nouveaux investissements est revue de manière semestrielle, pour tenir compte notamment de la capacité d'investissement résiduelle. Au 30 juin 2009, les pourcentages sont les suivants : 69% en cas de co-investissement avec les FCPI, 15% en cas de co-investissement avec les FIP et 14% en cas de co-investissement avec les FIP et FCPI.

Des investissements délégués à TCP dans le cadre d'un contrat de conseil

## 2.3 Un acteur de niche du private equity



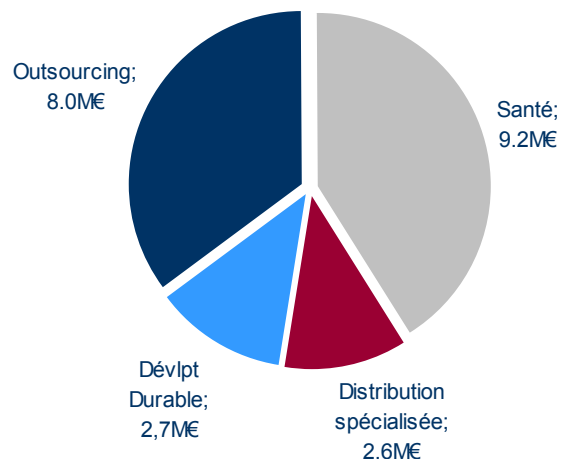
- **Les investissements de types capital développement et capital transmission (OBO, LBO...) au cœur de la stratégie.** TI se focalise sur les PME françaises (minimum de 75% des capitaux levés) dont la valeur d'entreprise (EV) est inférieure à 100M€. La majorité des investissements réalisés sont des opérations de capital développement et de transmission. Le plus souvent, les opérations de capital développement incluent une part de rachat de titres et une part d'augmentation de capital. Dans le cadre d'opérations de transmissions, le montage peut prendre les formes de MBO (rachat de la société avec l'équipe dirigeante), de MBI (rachat de la société avec un ou des dirigeants extérieurs) ou encore d'OBO (rachat de la société par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers).

**Le capital développement et la transmission comme terrain de prédilection**

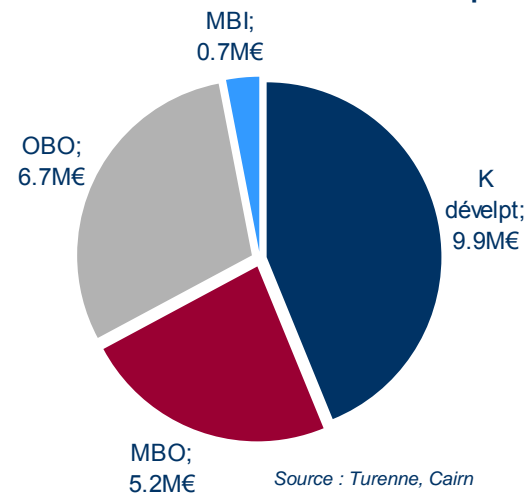
## 2.4 Typologie des investissements



Répartition actuelle des investissements par secteur d'activité



Répartition actuelle des investissements par type



- **Une expertise centrée sur certains secteurs d'activité.** Les secteurs de prédilection de TI sont les suivants : la santé, les services (outsourcing), la distribution spécialisée et les activités liées au développement durable. Dans ces secteurs, TI vise des sociétés disposant d'un solide savoir-faire et d'un avantage concurrentiel significatif, aussi bien dans des secteurs de pointe que dans l'industrie traditionnelle.
- **Une politique de diversification du portefeuille.** Sur les 16 participations détenues par TI, aucun investissement n'excède 15% de l'ANR, alors que la limite réglementaire est fixée à 25%. Le portefeuille est principalement investi dans de petites et moyennes entreprises en développement et à potentiel. Le chiffre d'affaires moyen 2008 du portefeuille ressort à 14M€ (hors Webhelp dont le CA 2008 atteint 108M€) et est attendu en croissance de près de +5% sur l'exercice en cours.
- **Un recours à l'endettement par nature limité.** TI prend essentiellement des participations en fonds propres et quasi-fonds propres, en position généralement de minoritaire. Dans certains cas, TI peut également réaliser des investissements avec effet de levier, notamment lors de l'acquisition d'une société par le management en place (MBO) ou dans le cadre d'opérations patrimoniales faites par les dirigeants (OBO). Dans ce cas de figure, la dette, logée dans un holding de reprise, est sans recours (pas de dette dans TI mais uniquement dans les sociétés ou leur holding). Au global, le ratio d'endettement financier net, incluant les holdings et les sociétés opérationnelles, ressort en moyenne à 2.25x l'EBITDA au 31/12/2008. Au final et à contrario d'autres acteurs du private equity particulièrement « leveragés » sur certaines opérations, aucun risque majeur n'a été identifié sur les montages avec effet de levier de TI.

**Un portefeuille diversifié avec un recours à la dette limité**

## 2.5 Une portée limitée de l'analyse des comptes

### 2.5.1 Une analyse du compte de résultat peu pertinente



#### Turenne Investissement : compte de résultat

en K€	1S07	2S07	2007	1S08	2S08	2008	1S09
<b>Charges d'exploitation</b>	-477	-431	-908	-670	-691	-1,361	-602
Autres achats et charges externes	-174	-268	-442	-489	-497	-986	-444
Impôts, taxes et versements assimilés	0	0	0	0	-14	-14	-10
dotations aux amortissements sur immobilisations	-262	-139	-400	-149	-148	-296	-147
Autres charges d'exploitation	-41	-24	-65	-33	-33	-65	
<b>EBIT publié</b>	<b>-477</b>	<b>-431</b>	<b>-908</b>	<b>-670</b>	<b>-691</b>	<b>-1,361</b>	<b>-602</b>
var.	nd	nd	nd	+40.6%	+60.3%	+50.0%	-10.2%
<b>Produits financiers</b>	1,039	30	1,069	473	323	797	423
d'autres valeurs mobilières et créances de l'actif immobilisé	3	18	21	57	85	142	98
autres intérêts et produits assimilés	58	84	142	113	139	252	177
produits nets sur cession de VMP	978	-72	906	304	99	402	11
reprises sur dépréciation, provisions et transfert de charges							138
<b>Charges Financières</b>	-56	-440	-497	0	-757	-757	-248
dotations aux amortissements, dépréciations et provisions	-22	22	0	0	-757	-757	-248
charges nettes sur cession de VMP	0	-462	-462	0	0	0	
intérêts et charges assimilés	-35	0	-35	0	0	0	
<b>Résultat financier</b>	<b>982</b>	<b>-410</b>	<b>572</b>	<b>473</b>	<b>-434</b>	<b>39</b>	<b>175</b>
Produits exceptionnels	5,915	242	6,158	0	1,851	1,851	264
Charges exceptionnelles	-4,336	-131	-4,466	0	-1,854	-1,854	-240
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>1,580</b>	<b>112</b>	<b>1,691</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>24</b>
<b>RN publié</b>	<b>2,085</b>	<b>-730</b>	<b>1,356</b>	<b>-197</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,325</b>	<b>-403</b>
var.	nd	nd	nd	-109.4%	+54.6%	-197.7%	+104.9%
<b>RN part des commanditaires</b>	<b>1,843</b>	<b>-645</b>	<b>1,199</b>	<b>-197</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,325</b>	<b>-403</b>

Dont 578K€ de rémunération de la gérance vs 188K€ en 2007 (aucun frais prélevé sur la trésorerie en attente d'investissement), expliquant le creusement de la perte d'EBIT

Dépréciation de 702K€ sur Aston Médical en 2008 et 230K€ sur Climadiff au 1S2009

Plus-values réalisées sur la cession de titres Webhelp en juin 2007

Opération neutre liée à la cession d'actions Capsule et Webhelp (produits) réinvesties en obligations (charges)

Source : Turenne

- Une analyse du compte de résultat peu significative, compte tenu de la nature particulière de l'activité de Turenne Investissement. Tout d'abord, compte tenu de son activité spécifique, TI n'affiche pas de chiffre d'affaires. Soulignons, par ailleurs, que les charges d'exploitation se sont creusées en 2008 du fait de la normalisation du principe de rémunération de la gérance (calculée sur l'ensemble des capitaux propres) alors qu'en 2007, lors du 1er exercice, aucun frais n'avait été prélevé sur la trésorerie en attente d'investissement. Enfin, dans la mesure où la réglementation comptable n'autorise que la comptabilisation des dépréciations sur titres et pas celle des plus-values latentes, le RN 2008 et du 1S2009 ressortent respectivement en perte de -1.32M€ et -0.40M€ vs un RN positif de 1.35M€ en 2007. Au final, l'analyse du compte de résultat de TI s'avère assez limitée, on privilégiera les informations contenues dans l'ANR qui sont beaucoup plus pertinentes.

L'information la plus représentative est l'actif net réévalué (ANR)

## 2.5 Une portée limitée de l'analyse des comptes

### 2.5.2 Un bilan témoignant du bon track record du programme d'investissement



Turenne Investissement : bilan

en K€		30/06/07	31/12/07	30/06/08	31/12/08	30/06/09
Frais d'établissement pour l'essentiel, amortis sur 5 ans	Immobilisations incorporelles	1,294	1,085	936	788	641
	Immobilisations corporelles	0	0	0	0	0
	Immobilisations financières	6,800	9,447	13,373	19,043	21,613
	Créances rattachées à des participations	288	0	0	0	0
	Titres immobilisés de l'activité de portefeuille	6,472	8,477	10,983	16,944	19,100
	Autres titres immobilisés	37	84	161	306	503
	Prêts	3	886	2,229	1,762	1,995
	Autres immobilisations financières	0	0	0	31	14
	<b>Actif Immobilisé</b>	<b>8,094</b>	<b>10,532</b>	<b>14,309</b>	<b>19,831</b>	<b>22,253</b>
	Créances	0	0	0	0	0
Valeurs mobilières de placement	12,524	9,354	10,274	5,905	3,030	
Disponibilités	12	7	2	2	11	
Charges constatées d'avance	29	52	28	48	21	
<b>Total Actif</b>	<b>20,659</b>	<b>19,945</b>	<b>24,614</b>	<b>25,786</b>	<b>25,315</b>	
Capitaux Propres	20,454	19,724	24,344	25,539	25,103	
Provisions pour risques et charges	0	0	0	0	0	
Dettes	205	221	270	247	212	
<b>Total Passif</b>	<b>20,659</b>	<b>19,945</b>	<b>24,614</b>	<b>25,786</b>	<b>25,315</b>	

Augmentation des immobilisations financières au fur et à mesure de la réalisation du programme d'investissements, se traduisant également par une réduction concomitante des disponibilités

Source : Turenne

- **La bonne réalisation du programme d'investissements limite le potentiel de nouvelles prises de participations d'envergure.** En l'espace de moins de 3 ans, TI a réalisé l'essentiel de son programme d'investissements avec des prises de participations dans 16 sociétés différentes. Au 30 juin 2009, le groupe dispose de 3.1M€ de disponibilités, ce qui limite toutes nouvelles prises de participations significatives dans de nouvelles sociétés. Ce sentiment est renforcé par le fait que la société ait indiqué ne pas vouloir recourir à CT à l'emprunt bancaire (possibilité réglementaire d'emprunter dans la limite de 10% de son actif net comptable). Dès lors, tout nouveau développement significatif se traduira par un appel au marché dans le cadre d'une augmentation de capital.

Un programme d'investissements quasi-achevé au regard des ressources de TI

## 3 – Quel ANR retenir ?

3.1 Principes méthodologiques du calcul de l'ANR par TI

3.2 « Stress test » sur l'ANR publié

3.3 Notre sentiment sur la globalité du portefeuille

3.3 Exemple de pépites identifiées pour leur impact futur sur l'ANR

3.4 Une décote du cours importante par rapport à l'ANR

## 3.1 Principes méthodologiques du calcul de l'ANR par TI



### Synthèse ANR actuel de Turenne Investissement

Société	Secteur	Date d'acquisition	Montant investi	% du K	valorisation Turenne
ASTON MEDICAL	Santé	décembre-06	3.9M€	24.13%	3.5M€
MENIX (Dedienne+ Serf)	Santé	septembre-08	3.4M€	18.01%	3.9M€
CAPSULE TECHNOLOGIE	Santé	juillet-08	1.9M€	16.19%	1.9M€
CARVEN	Distribution spécialisée	juillet-08	1.3M€	8.40%	1.4M€
CLIMADIFF	Distribution spécialisée	juillet-08	0.6M€	7.68%	0.4M€
QUADRIMEX	Distribution spécialisée	juillet-09	0.6M€	9.54%	0.6M€
COUNTUM	Développement Durable	décembre-08	1.1M€	12.06%	1.1M€
CEDE	Développement Durable	décembre-08	0.8M€	4.45%	0.8M€
PELLENC SELECTIVE TECHNOLOGIES	Développement Durable	mars-09	0.8M€	2.98%	0.8M€
MEDIASTAY	Outsourcing	avril-07	2.2M€	15.80%	3.3M€
GLOBE DIFFUSION	Outsourcing	juillet-07	0.7M€	8.77%	0.7M€
WEBHELP	Outsourcing	juillet-07	1.5M€	1.21%	1.8M€
DROMADAIRE	Outsourcing	septembre-07	1.3M€	16.10%	1.3M€
LUCKY SURF	Outsourcing	juin-08	0.7M€	6.00%	0.7M€
IDE	Outsourcing	juillet-08	0.7M€	9.76%	0.8M€
SOLEM	Outsourcing	décembre-08	0.8M€	6.50%	0.8M€
<b>Total participations</b>			<b>22.5M€</b>		<b>23.8M€</b>
Disponibilités et VMP					+2.4M€
Actifs incorporels					+0.6M€
<b>ANR</b>					<b>26.8M€</b>

Investissement déprécié Investissement revalorisé **Gras** : investissement couvert par assurance Sofaris

Source : Turenne

- **Principes de valorisation de Turenne Investissement.** Les titres de participations de TI sont comptabilisés à leur valeur d'acquisition (coût d'achat hors frais accessoires) pour une période au moins égale à 12 mois. Lorsqu'une diminution significative et durable de la valeur d'une participation est constatée, une dépréciation sur le prix d'acquisition est opérée, généralement par tranche de 25%. La revalorisation de participations s'effectue selon les principes édictés par la profession (EVCA) au travers de différentes méthodes (comparables boursiers...). Enfin, rappelons que les différentes valorisations du portefeuille ont été validées par les commissaires aux comptes.
- **Une assurance Oséo-Sofaris qui limite le risque sur un ensemble de lignes du portefeuille (2/3).** 10 sociétés sur 16 du portefeuille répondent à l'un des critères (existence < 7 ans, CA < 10M€, salariés < 250, entreprise innovante...) permettant une souscription à la garantie Oséo-Sofaris. Cette assurance offre une sécurité sur l'ensemble du portefeuille des sociétés couvertes avec une garantie à hauteur de 50% de l'investissement initial, en cas de difficultés de l'entreprise (redressement ou liquidation judiciaire, perte de plus de 50% des capitaux propres). En conséquence, la valeur de l'investissement ne pourra être inférieure au montant de l'indemnisation à percevoir, sous réserve du plafond et de durée de la garantie. Le coût annuel de cette garantie s'élève à 0.3% du montant total investi.

**Un ANR publié de 26.8M€, soit 8.58€ par action**

## 3.2 « Stress test » sur l'ANR publié

### 3.2.1 Notre approche pour valoriser le portefeuille d'investissements



#### Multiples médians et moyens de notre échantillon\*

	EV moy/CA				EV moy/EBITDA				EV moy/EBIT			
	06	07	08	09e	06	07	08	09e	06	07	08	09e
<b>Médiane</b>	1.28x	1.38x	0.97x	0.82x	9.1x	9.9x	7.6x	6.7x	12.6x	13.5x	11.8x	11.1x
<b>Moyenne</b>	1.59x	2.11x	1.42x	1.23x	11.2x	10.5x	8.3x	10.9x	14.7x	14.3x	11.9x	18.8x

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen

\* Cf détail de l'échantillon en annexe I

Source : Factset

#### Notre méthodologie appliquée à un exemple d'entreprise

##### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	7.0	nd	8.0	14%	9.0	13%
EBIT en M€	1.0	nd	1.1	14%	1.3	13%
marge d'EBIT	14.2%		14.2%		14.2%	
RN	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Dette nette Sté + Holding	0.0		4.0		3.7	

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations de TI

K + ORA

##### INVESTISSEMENT

Type :	MBI	date :	juillet-08
Montant :	1.00M€		
FP/quasi FP :	0.80M€	% du K :	10.00%
Sortie est. :	2014	via	cession à un industriel

Calcul de la prime/décote en relatif au marché pour l'année d'acquisition

##### VALORISATION DATE ACQUISITION POUR 100% du K

Valeur CP :	8.0M€
EV :	12.0M€
EV/EBIT :	10.6x soit décote vs marché de -14%

##### VALORISATION 2009 RELATIVE AU MARCHÉ

EV en valeur de marché (EV/EBIT : 11.1x)	14.2M€
Valeur CP en valeur de marché	10.5M€
Valeur CP après décote de -14%	9.0M€

Calcul de l'EV 2009 en valeur de marché

Plus/Moins-value latente pour 100% du K	+1.0M€
Plus/Moins-value latente pour Turenne Invest.	+0.1M€

Impact estimé sur la valeur de CP

Valeur des CP après prise en compte de la prime/décote observée lors de l'année de l'investissement

- **Difficile d'estimer une valorisation pour les participations de Turenne Investissement par des méthodes usuelles.** Les sociétés composant le portefeuille d'investissement de Turenne sont de taille modeste et évoluent le plus souvent sur des marchés de niche. Dès lors, l'approche par les comparables est rendue difficile par l'absence de véritables concurrents ou, le cas échéant, par un suivi limité. Enfin, le degré d'informations disponibles sur les comptes des sociétés ne nous permet pas d'utiliser un modèle DCF.
- **Une valorisation appréciée au travers d'un échantillon de small cap issues de l'indice CAC Small 90.** Nous calculons dans un 1er temps, la prime ou décote (sur la base d'un multiple d'EV/CA, EBITDA ou EBIT) lors de l'année de l'investissement en relatif à notre échantillon. Dans un 2ème temps, nous appliquons sur l'agrégat 2009 de la société, le multiple de notre échantillon pour calculer la valeur des capitaux propres à laquelle nous rajoutons la prime ou décote initiale. Cette approche intègre donc la baisse de valorisation des marchés qui sera ou non compensée par une amélioration opérationnelle (hausse du CA, de l'EBITDA ou de l'EBIT) ou des fondamentaux de la société (réduction de la dette).



## 3.2 « Stress test » sur l'ANR publié

### 3.2.2 Un ANR publié proche de notre estimation



#### Synthèse ANR de Turenne Investissement

Société	Secteur	Date d'acquisition	Montant investi	% du K	valorisation		
					Turenne	Stress test	Différence
ASTON MEDICAL	Santé	décembre-06	3.9M€	24.13%	3.5M€	2.7M€	-0.8M€
MENIX (Dedienne+ Serf)	Santé	septembre-08	3.4M€	18.01%	3.9M€	3.4M€	-0.5M€
CAPSULE TECHNOLOGIE	Santé	juillet-08	1.9M€	16.19%	1.9M€	1.9M€	0.0M€
CARVEN	Distribution spécialisée	juillet-08	1.3M€	8.40%	1.4M€	1.1M€	-0.3M€
CLIMADIFF	Distribution spécialisée	juillet-08	0.6M€	7.68%	0.4M€	0.4M€	0.0M€
QUADRIMEX	Distribution spécialisée	juillet-09	0.6M€	9.54%	0.6M€	0.7M€	0.0M€
COUNTUM	Développement Durable	décembre-08	1.1M€	12.06%	1.1M€	1.2M€	0.1M€
CEDE	Développement Durable	décembre-08	0.8M€	4.45%	0.8M€	0.3M€	-0.5M€
PELLENC SELECTIVE TECHNOLOGIES	Développement Durable	mars-09	0.8M€	2.98%	0.8M€	0.8M€	0.0M€
MEDIASTAY	Outsourcing	avril-07	2.2M€	15.80%	3.3M€	2.3M€	-1.0M€
GLOBE DIFFUSION	Outsourcing	juillet-07	0.7M€	8.77%	0.7M€	1.2M€	0.5M€
WEBHELP	Outsourcing	juillet-07	1.5M€	1.21%	1.8M€	1.6M€	-0.2M€
DROMADAIRE	Outsourcing	septembre-07	1.3M€	16.10%	1.3M€	1.8M€	0.5M€
LUCKY SURF	Outsourcing	juin-08	0.7M€	6.00%	0.7M€	0.7M€	0.0M€
IDE	Outsourcing	juillet-08	0.7M€	9.76%	0.8M€	0.8M€	0.0M€
SOLEM	Outsourcing	décembre-08	0.8M€	6.50%	0.8M€	0.4M€	-0.4M€
<b>Total participations</b>			<b>22.5M€</b>		<b>23.8M€</b>	<b>21.2M€</b>	<b>-2.6M€</b>
Disponibilités et VMP					+2.4M€	+2.4M€	+0.0M€
Actifs incorporels					+0.6M€	+0.0M€	-0.6M€
<b>ANR</b>					<b>26.8M€</b>	<b>23.6M€</b>	<b>-3.2M€</b>

Notre approche est très conservatrice au regard des marques d'intérêts régulières sur la société de la part de repreneurs potentiels

Nous excluons les actifs incorporels du calcul de notre ANR constitués de frais d'établissement qui seront amortis à MT

Investissement déprécié Investissement revalorisé **Gras** : investissement couvert par assurance Sofaris Source : Turenne, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations de TI

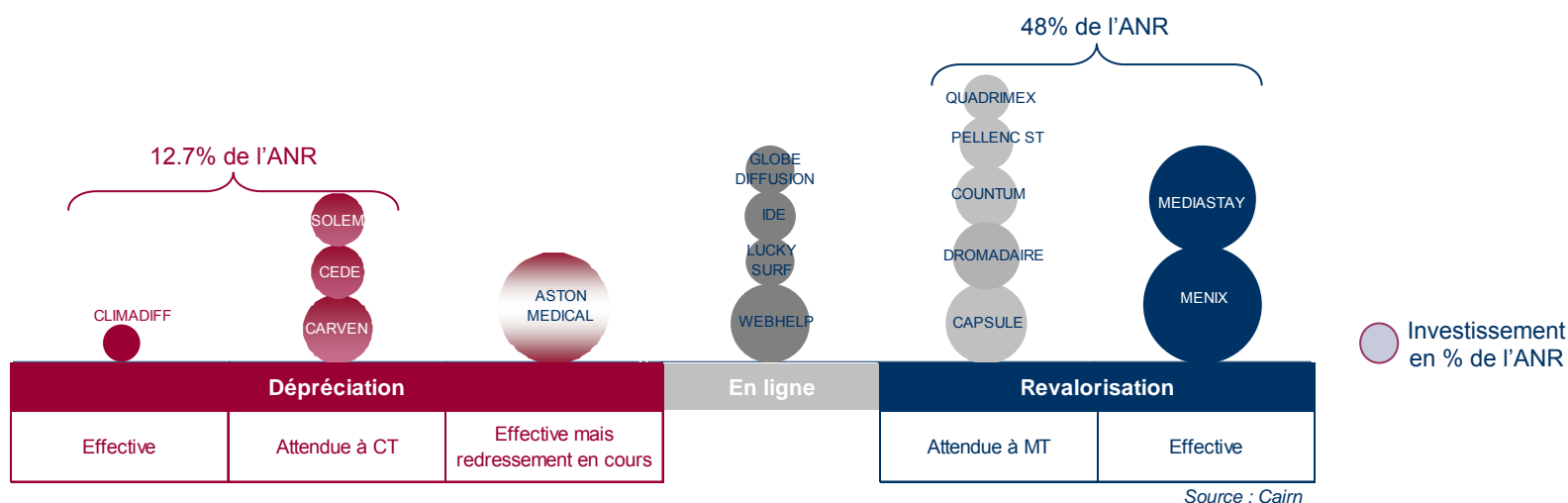
- **Une méthodologie qui intègre la chute des marchés depuis 2 ans, particulièrement pénalisante pour le private equity.** La baisse générale de valorisation des marchés actions nous amène à nous interroger sur la prise en compte d'une dépréciation éventuelle des actifs de TI dont les investissements, pour la plupart, datent de moins de 2 ans. Cette approche conservatrice vise à apprécier la résistance des investissements de TI à des conditions de marché moins favorables au travers d'une méthodologie qui peut apparaître pénalisante pour le private equity compte tenu d'un horizon d'investissement de LT.
- **Notre approche fait ressortir un ANR inférieur de 12% à celui publié par Turenne Investissement.** Notre estimation de l'ANR ressort à 23.6M€, en retrait de -11.9% par rapport à celui publié par TI. Soulignons toutefois que notre approche nous semble particulièrement conservatrice pour certaines participations à l'image de la valorisation retenue sur Mediastay qui ressort faible au regard des marques d'intérêt régulières pour cet actif de la part de repreneurs potentiels. En prenant la valorisation retenue par TI sur Mediastay dans notre ANR, celui-ci s'élève à 24.6M€, soit seulement -8.1% de moins que celui de TI.

**Un ANR de 23.6M€, un peu plus conservateur que celui publié par TI de 26.8M€**

### 3.3 Notre sentiment sur la globalité du portefeuille



Représentation graphique de l'évolution attendue du portefeuille de participations



- **Des inquiétudes sur 4 sociétés, représentant seulement 12.7% de l'ANR.** Outre Climadiff qui a d'ores et déjà été dépréciée, les sociétés Cédé, Carven et Solem, tributaires d'un environnement économique particulièrement difficile, pourraient également faire l'objet d'une dépréciation à CT. En revanche, la situation d'Aston Médical (déprécié à hauteur de 25%) semble quant à elle s'améliorer et le redressement apparaît être en bonne voie.
- **Près de la moitié de l'ANR potentiellement concerné par une revalorisation.** En se basant sur l'analyse des différentes sociétés présentées dans la partie 4 de l'étude, nous estimons que potentiellement la moitié des participations, représentant 48% de l'ANR, ont été ou devraient être à MT candidates à une revalorisation.

Davantage de bonnes surprises que de déceptions à attendre sur le LT

### 3.4 Exemple de pépites identifiées pour leur impact futur sur l'ANR



MENIX		% de l'ANR actuel : 15%		Sortie est. : 2012	
EBITDA	2008	2009	2010	2011	2012
en M€	3.8	5.0	4.2	4.5	4.8

Drivers sur l'activité : Synergies attendues du rapprochement de Dedienna et Serf. Développement à l'international : Chine, Amérique du Sud...

#### Transactions observées

18/11/2004	Acquisition de	Newdeal	par	Integra	9.49x	EV/EBITDA 04
03/06/2008	Acquisition de	Amplitudes	par	Weinberg	9.37x	EV/EBITDA 08

#### Valorisation estimée à la date de sortie sur la base des transactions

Multiple retenu :	9.43x	EV/EBITDA =>	EV date de sortie :	45.1M€
			DN 2012 est.	5.6M€
			<b>Valeur CP</b>	<b>39.5M€</b>

#### Impact futur estimé sur l'ANR de TI

Invest. initial	3.2M€	% du K : 18.0%	Impact ANR TI :	<b>+3.9M€</b>
-----------------	-------	----------------	-----------------	---------------

#### CAPSULE TECHNOLOGIE % de l'ANR actuel : 7% Sortie est. : 2011-12

CA	2008	2009	2010	2011	2012
en M€	8.1	9.3	10.2	11.5	12.8

Drivers sur l'activité : Généralisation des solutions à tous les patients aux US, intégration des données au dossier médical, conquête du marché européen.

#### Transactions observées

11/04/2008	Acquisition de	Trizetto	par	TZ Holding	3.53x	EV/CA 07
24/07/2008	Acquisition de	Vital Signs	par	GE Healthcare	4.17x	EV/CA 07

#### Valorisation estimée à la date de sortie sur la base des transactions

Multiple retenu :	3.85x	EV/CA =>	EV date de sortie :	44.1M€
			DN 2012 est.	0.0M€
			<b>Valeur CP</b>	<b>44.1M€</b>

#### Impact futur estimé sur l'ANR de TI

Invest. initial	1.9M€	% du K : 16.2%	Impact ANR TI :	<b>+5.3M€</b>
-----------------	-------	----------------	-----------------	---------------

13.1M€ de plus-values potentielles sur notre sélection (38% de l'ANR actuel), représentant un upside de près de 50% sur l'ANR publié !

MEDIASTAY		% de l'ANR actuel : 12%		Sortie est. : 2010-11	
EBITDA	2008	2009	2010	2011	
en M€	4.0	5.1	5.6	6.2	

Drivers sur l'activité : Poursuite d'une croissance dynamique de l'activité et du maintien de la marge d'EBITDA sur des niveaux élevés (>25%).

#### Comparable boursier

1000Mercis	5.40x	EV/EBITDA 2010
------------	-------	----------------

#### Valorisation estimée à la date de sortie sur la base du comparable

Multiple retenu :	5.40x	EV/EBITDA =>	EV date de sortie :	30.3M€
			DN 2010 est.	1.7M€
			<b>Valeur CP</b>	<b>28.6M€</b>

#### Impact futur estimé sur l'ANR de TI

Invest. initial	1.8M€	% du K : 15.8%	Impact ANR TI :	<b>+2.7M€</b>
-----------------	-------	----------------	-----------------	---------------

#### COUNTUM % de l'ANR actuel : 4% Sortie est. : 2012

EBITDA	2008	2009	2010	2011	2012
en M€	ns	2.5	2.7	2.9	3.1

Drivers sur l'activité : Synergies attendues du rapprochement de Satam et Mec. Gisements de croissance importants dans les pays émergents.

#### Transactions observées

14/02/2007	Acquisition de	Fauré Herman	par	IDEX Corp.	8.00x	EV/EBITDA 06
------------	----------------	--------------	-----	------------	-------	--------------

#### Valorisation estimée à la date de sortie sur la base des transactions

Multiple retenu :	8.00x	EV/EBITDA =>	EV date de sortie :	23.1M€
			DN 2012 est.	9.0M€
			<b>Valeur CP</b>	<b>14.1M€</b>

#### Impact futur estimé sur l'ANR de TI

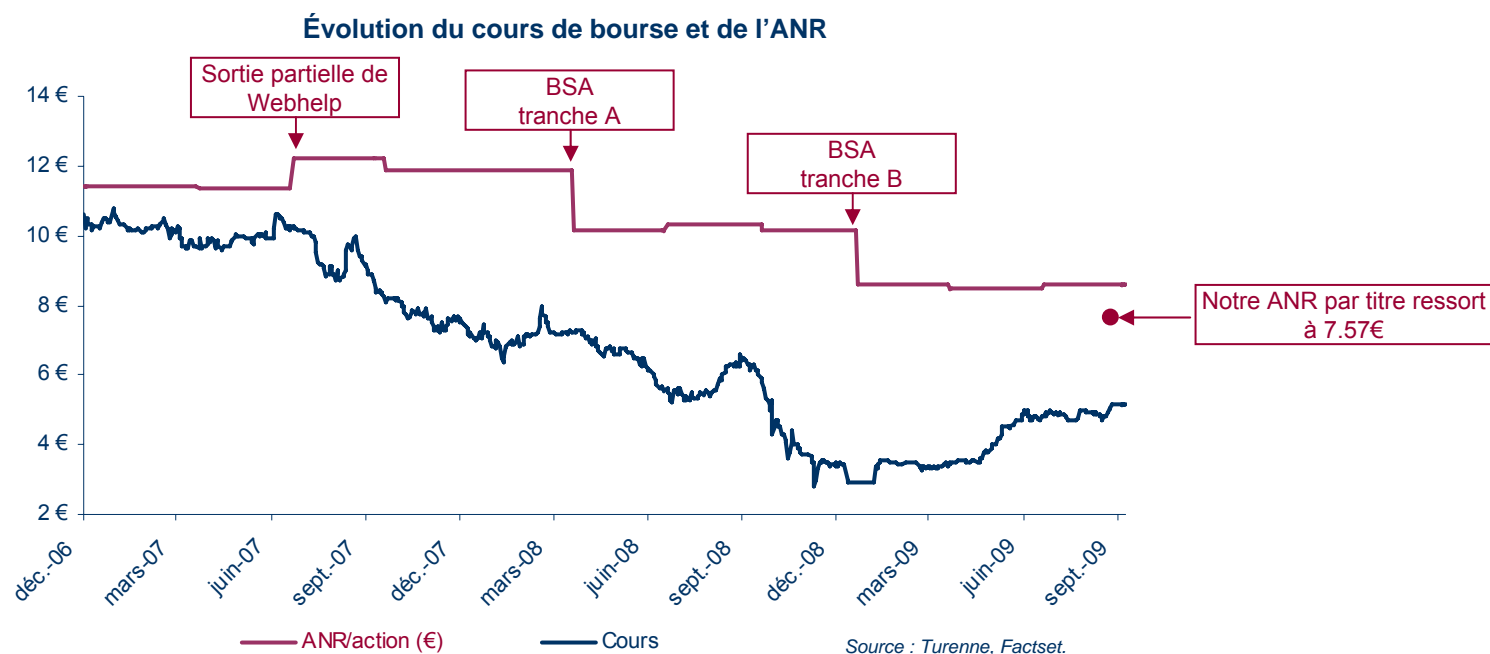
Invest. initial	0.5M€	% du K : 12.1%	Impact ANR TI :	<b>+1.2M€</b>
-----------------	-------	----------------	-----------------	---------------

Source : Zephyr, Cairn

- Un fort potentiel de création de valeur sur notre échantillon, alimenté à la fois par la croissance de l'activité et les multiples de cession. Sur la base de notre sélection de valeurs, représentant 38% de l'ANR actuel, nos hypothèses à l'horizon de sortie font ressortir une plus-value de 13.1M€ (49% de l'ANR total). Dans notre exemple, la création de richesse découle de multiples de cession généralement plus élevés que ceux observés lors de l'acquisition et intègre la croissance attendue des résultats. Au final, la plus-value générée dans nos simulations oscille entre 1.2x et 2.7x l'investissement initial.

Un upside de près de 50% d'ici 2012 sur l'ANR offert par notre sélection de valeurs

## 3.5 Une décote du cours importante par rapport à l'ANR



- **Une décote par rapport à l'ANR particulièrement volatile.** Depuis la cotation de TI en décembre 2006, la décote du cours de l'action par rapport à l'ANR a évolué dans une fourchette comprise entre -72%, le 20/11/2008, et -8%, le 08/01/2007. En moyenne, la décote historique s'élève à -38%, soit un niveau proche de la décote actuelle qui ressort à -40%.
- **L'extériorisation de plus-values d'ici 1 à 2 ans entrainera une augmentation de l'ANR et pourrait conduire à une réduction de la décote.** Le véhicule TI dispose d'un historique encore limité. La phase d'investissements n'ayant véritablement débuté que depuis 2 ans, les premières sorties devraient intervenir courant 2010-11. Dans ce contexte, le cours de bourse pourrait s'apprécier sous l'effet conjugué d'une appréciation de l'ANR, concomitante à l'extériorisation de plus-values et d'une réduction de la décote liée à un bon track record de sorties.

**Un potentiel de près de +46% pour une revalorisation du titre, en ligne avec notre ANR !**

## **4 – Un portefeuille composé de 16 participations**

4.1 Des actifs dans la santé tournés vers l'hôpital

4.2 Distribution : le BtoB plus résistant dans le contexte actuel

4.3 Le développement durable, nouvel axe d'investissement

4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

## 4.1 Des actifs dans la santé tournés vers l'hôpital

### 4.1.1 ASTON MEDICAL : un redressement à confirmer



#### ASTON MEDICAL % ANR : 13%

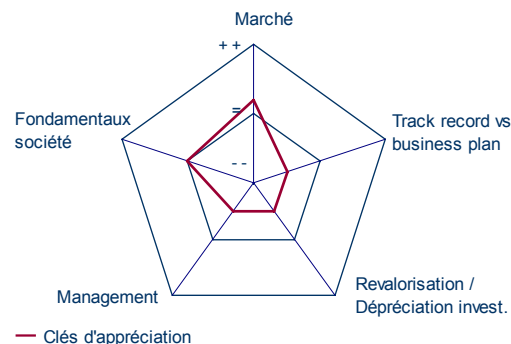
Société orthopédique spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de prothèses d'épaule, de coude, de hanche, de genou et de rachis (colonne vertébrale) et leurs ancillaires.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2006	var.	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	9.2	1%	9.8	7%	10.2	4%	11.1	9%
EBIT en M€	0.1	ns	-0.5	ns	0.1	ns	0.6	530%
marge d'EBIT	0.7%		-5.1%		1.0%		5.7%	
RN	-0.2	nd	-0.5	nd	-0.5	nd	0.4	ns

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : K dévelpt date : décembre-06  
 Montant : 3.89M€  
 FP/quasi FP : 3.89M€ % du K : 24.13%  
 Sortie est. : 2010-11 via cession à un industriel

- **Les actions de restructuration entreprises en 2008 devraient porter leurs fruits sur l'exercice en cours.** Sous l'impulsion de Turenne, qui fait notamment intervenir un consultant externe, un vaste programme de restructuration a été mis en œuvre afin de rompre avec les pertes des 3 derniers exercices. Ce programme a été axé sur l'organisation du groupe (restructuration juridique, réorganisation du directoire, nouveau directeur général), la réduction des coûts et l'amélioration de la productivité (suppression de quinze postes sur un effectif initial de 62 personnes notamment) et une rationalisation du portefeuille produits. Alors que le coût de ces restructurations a impacté négativement les comptes 2008 (-500K€), Aston Médical entend dégager un résultat positif sur l'exercice en cours.
- **Un management réorganisé à la mesure des enjeux de développement.** Christophe Alépée, ingénieur de formation, ayant une solide expérience de la direction d'entreprise, pilote avec succès le redressement opérationnel de la société depuis 2008, en tant que Président du Directoire. Les très bonnes relations entretenues historiquement avec les praticiens par Michel Colombier, directeur commercial de la société et ex-Président, permettent à Aston Médical d'être particulièrement innovante dans le développement de produits (50 brevets exploités), et de fédérer des chirurgiens de renom autour de projets à fort potentiels. Ce nouveau tandem aux compétences complémentaires entend notamment faire d'AM un référent sur le marché extrêmement dynamique de l'épaule, en Europe et aux Etats-Unis, grâce à un produit reconnu.

**Une restructuration bien avancée laissant espérer de meilleurs lendemains**

## 4.1 Des actifs dans la santé tournés vers l'hôpital

### 4.1.2 MENIX : le meilleur élève des prothèses orthopédiques



#### MENIX (Dedienne+ Serf) % ANR : 15%

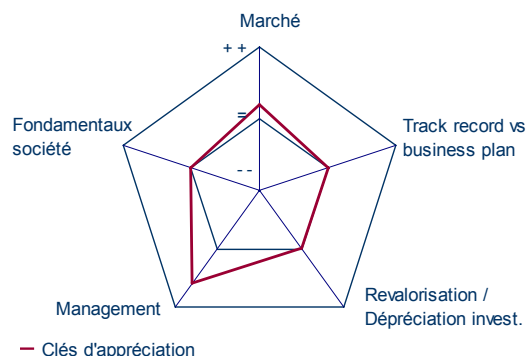
Holding regroupant les sociétés Dedienne Santé et Serf, spécialisées dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'implants (prothèses de hanche, de genou...), d'implants dentaires et en sous-traitance d'anneaux cardiaques.

#### CHIFFRES CLES

Pro-forma clos au 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	19.9	1%	20.5	3%	21.5	5%
EBITDA en M€	3.8	47%	5.0	32%	4.2	-16%
marge d'EBITDA	18.9%		24.2%		19.4%	
RN	1.3	-13%	1.6	26%	1.5	-6%

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : MBO date : septembre-08  
Montant : 3.45M€  
FP/quasi FP : 3.21M€ % du K : 18.01%  
Sortie est. : 2012 via cession à un industriel

- **Un ensemble constitué de deux sociétés : Dedienne Santé et Serf.** Le holding Menix a été créé début 2008 en vue de l'acquisition de Dedienne Santé, spécialisée dans la fabrication de prothèses orthopédiques. A la fin du 1S2009, Menix a intégré Serf, également présent dans l'orthopédie et l'implantologie dentaire, afin de créer une référence française en implantologie.
- **Une forte complémentarité entre Dedienne et Serf avec des synergies à la clé.** Les 2 groupes ont une approche commerciale différente avec un réseau détenu en propre pour Serf, tandis que Dedienne écoule ses produits via des distributeurs indépendants. Par ailleurs, la mise en commun des achats de matières (2.6M€ à 3M€) devrait engendrer de substantielles économies estimées à au moins 10% du volume total. Enfin, d'un point de vue industriel, les capacités de production disponibles de Serf devraient profiter à Dedienne tandis que Serf pourra bénéficier de l'expertise de Dedienne dans la prothèse de genoux où sa part de marché est jusque là relativement faible.
- **Cap sur l'international en ciblant les pays émergents et les États-Unis.** Dedienne a obtenu l'homologation en Chine de certains de ses produits avec un 1er flux de ventes qui commence à se concrétiser. Une démarche analogue est en cours au Brésil avec pour objectif d'intensifier la relation commerciale sur l'ensemble de la zone Amérique du Sud. Enfin, l'homologation est en cours en Inde et aux États-Unis et devrait aboutir pour ce dernier pays par une commercialisation à la mi-2010 avec un objectif de ventes à terme de 3 à 5M€/an.

Un nouvelle société référence de l'implantologie avec des ambitions internationales

## 4.1 Des actifs dans la santé tournés vers l'hôpital

### 4.1.3 CAPSULE : une référence en matière de solutions logicielles pour l'hôpital



#### CAPSULE TECHNOLOGIE % ANR : 7%

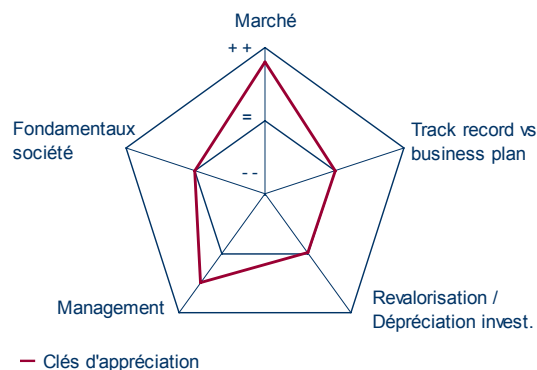
Editeur de logiciels : conçoit et distribue des solutions de connectivité entre les appareils biomédicaux et les systèmes d'information ou d'enregistrement de données en milieux hospitaliers.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	6.9	64%	8.1	17%	9.3	15%
EBITDA en M€	1.7	107%	0.4	-79%	0.0	ns
marge d'EBITDA	24.6%		4.3%		0.0%	
RN	1.1	167%	0.2	ns	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : K dévelpt date : juillet-08  
Montant : 1.89M€  
FP/quasi FP : 1.89M€ % du K : 16.19%  
Sortie est. : 2011-12 via cession à un industriel ou IPO

- **Un précurseur dans le domaine de solutions logicielles pour la transmission d'informations médicales.** Capsule offre des solutions qui assurent une parfaite transmission des informations médicales issues des différents appareils de soins reliés à un patient vers le système d'informations médicales de l'hôpital. La société travaille en partenariat avec les plus grands constructeurs de matériels médicaux (Siemens, GE Healthcare, Baxter, Cardinal Health...) ainsi que les plus grands éditeurs de logiciels de gestion hospitalière (Philips, Epic, Eclipsys...).
- **Grandir pour être un acteur incontournable du secteur même si la profitabilité à CT en souffrira.** Capsule évolue sur un marché de niche où il détient un savoir-faire d'ores et déjà reconnu. Même si la structure de coûts devrait pâtir d'importants investissements, le groupe entend conserver son avance technologique avec notamment la sortie à la fin du 1S2009 d'un nouveau produit (Neuron). Les nombreux axes de développements identifiés pourraient d'ailleurs conduire la société à procéder à MT à une augmentation de capital.
- **Des axes de développement forts à l'international (hors US).** Bien qu'étant une entreprise française, Capsule réalise environ 90% de son CA aux États-Unis. Capitalisant sur l'expérience acquise, la société entend se développer en Europe.

Un exemple rare de réussite d'une PME française aux États-Unis



## 4.2 Distribution : le BtoB plus résistant dans le contexte actuel

### 4.2.1 CARVEN : le prêt-à-porter milieu de gamme



#### CARVEN % ANR : 5%

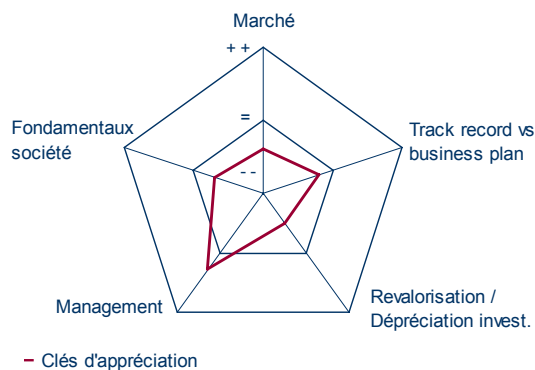
Distribution de prêt-à-porter sous la licence Carven. 55 lieux de vente en France, Belgique, Portugal et Suisse. Le rachat de la marque va permettre de nouveaux développements : lancement d'une collection femme, relance du parfum Vétiver...

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/07	2008	var.	2009e	var.	2010e	var.
CA en M€	21.0	nd	19.3	-8%	20.2	5%
EBITDA en M€	1.4	nd	-0.5	ns	0.5	ns
marge d'EBITDA	6.7%		-2.6%		2.5%	
RN	0.7	nd	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : Build-up date : juillet-08  
 Montant : 1.33M€  
 FP/quasi FP : 0.91M€ % du K : 8.40%  
 Sortie est. : 2013 via cession à un industriel ou LBO

- **Une opportunité de build-up concrétisée en 2008 avec le rachat de la marque Carven.** Jusqu'à mi-2008, le groupe SCM était le licencié pour l'Europe de la marque Carven pour le prêt-à-porter homme. Le groupe conçoit les modèles, sous-traite la fabrication à l'étranger (Asie et Afrique du Nord) et la commercialise au travers de différents canaux de distribution : magasins en centre ville, grands magasins et magasins d'usine. En juillet 2008, le management du groupe a l'opportunité de racheter la marque pour environ 5M€.
- **Renforcement de l'équipe dirigeante dans un environnement économique difficile.** Les dirigeants historiques, de part leur connaissance du milieu du prêt-à-porter, ont su développer la griffe Carven sans moyens financiers importants. Carven est impacté à double titre par la conjoncture actuelle avec une consommation en berne et des difficultés de financement auprès des banques. Pour faire face à ce climat des affaires, la société a mis en place un meilleur suivi de l'activité de ses différentes filiales, a pris des dispositions pour limiter la dégradation de sa trésorerie (gel des ouvertures de magasins, réduction des stocks...) et s'est assurée un financement pour poursuivre le développement de l'enseigne (augmentation de capital attendue d'ici la fin de l'année de 1.5M€ à 2M€).
- **Le rachat de la marque autorise de nouveaux développements stratégiques.** La détention en propre de la marque Carven ouvre la voie à de nouveaux développements et en 1<sup>er</sup> lieu, la redynamisation de celle-ci avec le renforcement des structures et l'arrivée d'un responsable marketing, d'un styliste pour les licences hommes et d'un directeur artistique. Le groupe entend également développer la marque auprès des femmes et a engagé pour se faire une directrice de collection, un directeur artistique et un modéliste afin de pouvoir sortir une 1<sup>ère</sup> collection en 2010. La relance du parfum Vétiver est également en projet.

Des développements liés à la marque handicapés par la conjoncture

## 4.2 Distribution : le BtoB plus résistant dans le contexte actuel

### 4.2.2 CLIMADIFF : le spécialiste des caves à vin



#### CLIMADIFF % ANR : 2%

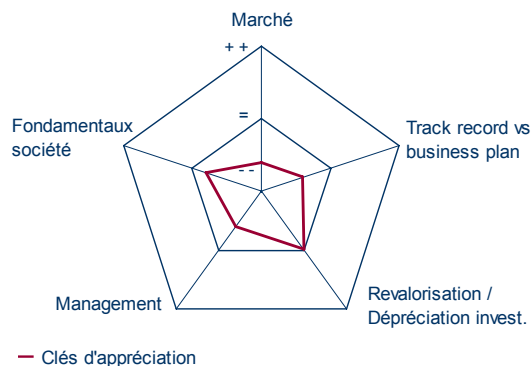
Société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de caves à vin.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	15.8	-4%	14.0	-11%	12.1	-14%
EBITDA en M€	0.8	46%	-0.3	ns	-0.1	ns
marge d'EBITDA	5.0%		-2.1%		-0.8%	
RN	0.3	nd	-0.6	ns	-0.4	ns

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : K dévelpt date : juillet-08  
 Montant : 0.63M€  
 FP/quasi FP : 0.46M€ % du K : 7.68%  
 Sortie est. : 2011-12 via cession à un industriel

- **Une acquisition 2007 mal digérée dans un marché en retournement.** Le marché de la cave à vin en France a semble-t-il connu une apogée en 2007 pour atteindre 80M€, en croissance de +10/+15% par an sur les dix dernières années. L'exercice 2008 marque la phase de retournement provoquée par la contraction de la consommation. Outre ce facteur exogène, Climadiff a été affecté par la perte d'un gros client (Acteur de la grande distribution) qui n'a pu être compensée que partiellement par les réseaux de distribution plus spécialisée ou Internet. Enfin, l'acquisition de Vinosafe en 2007 n'a toujours pas été digérée et pèse sur la rentabilité du groupe.
- **Les restructurations engagées ne permettront pas un retour à l'équilibre en 2009.** Un vaste plan de restructuration a été engagé avec notamment la suppression de 17 postes (4 chez Climadiff et 13 chez Vinosafe) sur un total de 31, le transfert de la logistique de Climadiff chez Vinosafe et l'arrêt de la production de Vinosafe et son externalisation en Hongrie. Le groupe dispose d'une marge de manœuvre financière suffisante pour faire face à un exercice 2009 difficile mais ne retrouvera pas un résultat positif sur l'ensemble de l'année.
- **Un actif déprécié à hauteur de 50% dans les comptes de Turenne Investissement.** Face aux difficultés rencontrées par Climadiff, Turenne Investissement a déprécié son actif à hauteur de 50%, ne représentant pour Turenne Investissement qu'une valorisation de 0.23M€.

**Un projet de croissance pénalisé par la conjoncture et la restructuration d'une filiale**

## 4.2 Distribution : le BtoB plus résistant dans le contexte actuel

### 4.2.3 QUADRIMEX : un industriel multi-niches des produits chimiques



#### QUADRIMEX % ANR : 2%

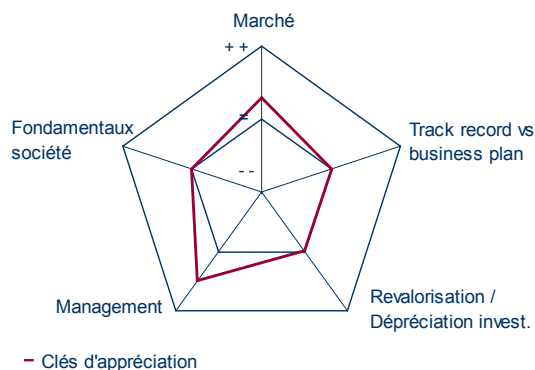
QuadrimeX offre des solutions sur mesure d'approvisionnement et de logistique de produits chimiques dans des secteurs aussi variés que le traitement des eaux potables, l'entretien des piscines, les industries minières et pétrolières et les sels de déneigement.

#### CHIFFRES CLES

clos le 30/09	2008	var.	2009e	var.	2010e	var.
CA en M€	26.7	23%	38.3	43%	37.2	-3%
EBITDA en M€	1.6	23%	4.0	150%	4.1	2%
marge d'EBITDA	6.0%		10.4%		11.0%	
RN	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : K dévelpt date : juillet-09  
 Montant : 0.62M€  
 FP/quasi FP : 0.62M€ % du K : 9.54%  
 Sortie est. : 2013 via cession à un industriel

- **Un industriel opportuniste dans le domaine des produits chimiques.** Environ 2/3 de l'activité de QuadrimeX est réalisé dans la distribution de produits chimiques. Le groupe est positionné sur plusieurs marchés de niche et cherche à se différencier des grands industriels de la chimie en offrant des services sur mesure (approvisionnements sur mesure, valorisation de produits et sous-produits...). QuadrimeX peut s'appuyer sur sa très bonne connaissance du marché alimentée par une veille permanente (recherche de fournisseurs et de débouchés) ainsi que sur sa maîtrise en matière de process d'approvisionnement, de stockage et de manipulation de produits dangereux, et de reconditionnement des produits. A titre d'exemple, QuadrimeX est devenu le 1<sup>er</sup> fournisseur de sulfure d'ammonium pour l'industrie minière du nickel en revalorisant un sous-produit d'une raffinerie allemande. Le positionnement multi-niches du groupe est un gage de résistance, eu égard à la diversification de ses débouchés, mais il offre également d'importantes opportunités de développement dans une industrie où les leaders se spécialisent de plus en plus pour jouer l'effet volume, quitte à abandonner certaines activités et/ou clients.
- **Un acteur qui monte en puissance dans le sel de déneigement en France.** QuadrimeX a renforcé sa position de N°2 sur le marché français du sel de déneigement et de produits déverglaçants (1/3 du CA) après le rachat, en début d'année, du 3<sup>ème</sup> acteur national. Activité cyclique par nature, cette acquisition renforce la position de la société sur ce marché en lui conférant une taille critique avec à la clé une plus grande flexibilité dans sa gestion et sa distribution de produits. Cette opération a d'ores et déjà démontré sa pertinence dans le cadre d'une activité soutenue (hiver 2008-09) mais elle offre également des gages de meilleure résistance dans l'hypothèse d'une moindre activité en cas d'hiver plus doux.

Un acteur complémentaire des géants de l'industrie chimique

## 4.3 Le développement durable, nouvel axe d'investissement

### 4.3.1 COUNTUM : leader français du comptage de produits pétroliers



#### COUNTUM % ANR : 4%

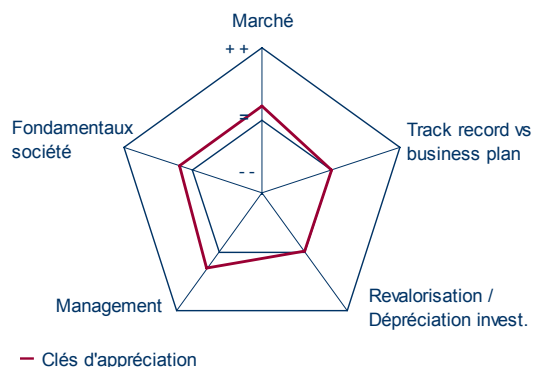
Leader français du comptage industriel et transactionnel de produits pétroliers et d'hydrocarbures gazeux et liquides via Satam et Meci.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/04	2008*	var.	2009e	var.	2010e	var.
CA en M€	10.3	-4%	22.5	ns	23.0	2%
EBITDA en M€	0.8	-38%	2.5	ns	2.7	8%
marge d'EBITDA	7.8%		11.1%		11.7%	
RN	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : MBO date : décembre-08  
 Montant : 1.13M€  
 FP/quasi FP : 0.46M€ % du K : 12.06%  
 Sortie est. : 2012 via cession à un industriel ou LBO

- **L'acquisition successive de Satam et Meci donne naissance à Countum, leader français dans le comptage de produits pétroliers et gazeux.** Début 2009, Satam a été racheté par ses 2 managers à Tokheim, un des principaux fabricants mondiaux d'équipements pour la distribution de carburant. Quelques mois plus tard, les nouveaux actionnaires de Satam ont repris Meci qui était jusqu'à présent détenu par son management et par le fonds régional Centre Capital Développement.
- **2 sociétés complémentaires dont la mise en commun des savoir-faire permettra d'exploiter au mieux le potentiel de chacune.** L'achat de Meci permettra à Satam, leader français dans la fabrication des compteurs d'hydrocarbures pour camions et dépôts, de compléter son offre à destination des gestionnaires de dépôts de carburants et des opérateurs de l'énergie. Meci a, en outre, une activité de conseil (≈ 20% du CA) lui permettant notamment de collaborer avec des entreprises d'ingénierie (Technip, ABB, Cégelec...) et lui assurant une présence dans de nombreux sites de production d'hydrocarbures, raffinerie, distillerie... Enfin, Meci pourrait profiter du réseau commercial de Satam qui, avec 70% de son CA réalisé à l'export, est beaucoup plus tourné vers l'international.
- **Des gisements de croissance importants dans les pays émergents.** Le marché français est relativement mature et l'essentiel des ventes concerne la maintenance et le renouvellement. En revanche, les pays émergents offrent un formidable relais de croissance avec des taux supérieurs à 15%/an pour l'Indonésie, la Chine ou certains pays d'Afrique.

## Synergies attendues du rapprochement de Satam et Meci dans Countum

## 4.3 Le développement durable, nouvel axe d'investissement

### 4.3.2 CEDE : réconcilie chauffage de l'habitat et contraintes environnementales



#### CEDE % ANR : 3%

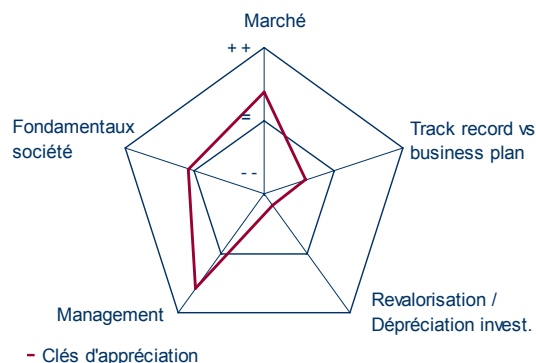
Vente, installation et maintenance de systèmes de pompes à chaleur auprès de particuliers. 5 agences (rayonnement maximum de 100Km) situées dans le Grand Ouest de la France.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	11.1	nd	17.7	59%	12.2	-31%
EBIT en M€	1.1	nd	2.4	118%	1.1	-53%
marge d'EBIT	9.9%		13.6%		9.3%	
RN	0.6	nd	1.5	150%	0.1	-93%

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : OBO date : décembre-08  
Montant : 0.80M€  
FP/quasi FP : 0.80M€ % du K : 4.45%  
Sortie est. : 2012-13 via cession à un industriel

- **Un management rompu à la vente directe aux particuliers d'installations techniques.** Les dirigeants de CEDE ont développé une expertise dans la vente aux particuliers d'équipements techniques pour leur habitation dans le domaine des alarmes, activité revendue à la fin des années 1990 à la société Tyco. Capitalisant sur leur expérience dans le domaine de la vente, les dirigeants ont construit une solide marque dans le chauffage, et plus particulièrement, sur celui des pompes à chaleur Air/Air plus adaptées à l'ancien. CEDE dispose d'un véritable savoir-faire commercial permettant de maîtriser toute la chaîne : vente (identification des prospects, prise de rdv téléphonique et démarchage commercial), installation et financement (partenariat avec Domofinance).
- **La faiblesse de la consommation conjuguée à une modification de l'environnement réglementaire fragilise le secteur.** Le secteur a été impacté en 2009 par le double choc d'une consommation en berne et d'une remise en cause des dispositifs favorisant l'équipement de foyers en pompes à chaleur Air/Air. En effet, depuis le 1er janvier 2009, les pompes à chaleur Air/Air ont été exclues du dispositif du crédit d'impôt « développement durable » (40% maximum du montant des dépenses éligibles) tandis que les facilités de financement induites par le crédit à taux zéro peinent à se mettre en place. Ces éléments ont conduit plusieurs acteurs du secteur à la faillite : Lauben, Seime, Energia, Adler...
- **Une année d'attentisme pour Cédé mise à profit pour mieux rebondir !** La solidité bilantielle de Cédé lui permet de traverser la crise sans avoir pour autant à restructurer son activité. Au contraire, la société a largement investi dans la formation de ses techniciens sur le segment des énergies solaires (photovoltaïque et thermique) qui constitue un nouveau relais de croissance. Cédé est donc en ordre de marche pour profiter de la reprise de son activité historique de pompes à chaleur et entamer son développement sur le marché du solaire photovoltaïque.

Annus horribilis laissant malgré tout entrevoir des jours meilleurs

## 4.3 Le développement durable, nouvel axe d'investissement

### 4.3.3 PELLENC ST : l'automatisation du tri des déchets



#### PELLENC SELECTIVE TECHNOLOGIES % ANR : 3%

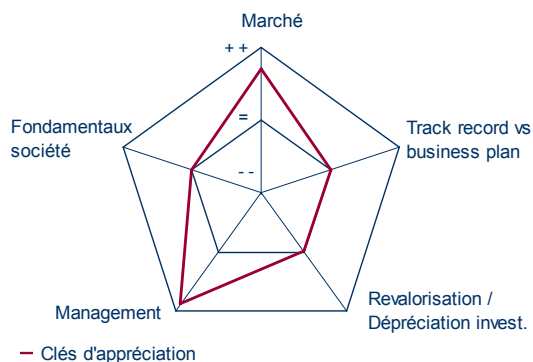
Concepteur, intégrateur de machines destinées aux marchés de tri des déchets valorisables à base de technologies spectrographiques. La partie maintenance représente 15% à 20% du CA.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	15.2	41%	19.3	27%	22.5	17%
EBIT en M€	3.1	167%	2.4	-23%	2.5	4%
marge d'EBIT	20.4%		12.4%		11.1%	
RN	2.0	80%	2.1	5%	2.0	-5%

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : K dévelpt date : mars-09  
 Montant : 0.80M€  
 FP/quasi FP : 0.80M€ % du K : 2.98%  
 Sortie est. : 2012-13 via cession à un industriel ou IPO

- **Une approche mécanisée de la gestion du tri des déchets.** Ayant bâti son savoir faire dans le domaine agricole au travers de machines techniques, principalement destinées au marché de la viticulture et l'oléiculture, le groupe Pellenc s'est par la suite diversifié dans l'environnement. Pellenc Selective Technologies est donc une émanation du groupe Pellenc qui a su capitaliser sur son expertise dans le domaine technologique et notamment de l'optique pour apporter des solutions au recyclage des déchets.
- **Un concept novateur nécessitant encore des investissements pour élargir le potentiel d'applications des machines.** Le groupe dispose d'un produit parfaitement opérationnel susceptible de traiter jusqu'à 6T d'ordures par heure, avec un degré de pureté minimal de 98%. Pellenc ST a d'ores et déjà vendu plus de 400 machines dans 35 pays différents, mais le groupe entend poursuivre son effort d'investissement afin de conserver son avance technologique dans l'optique, d'élargir les gammes de ses machines et ses applications. Dès lors, Pellenc ST pourrait procéder à une augmentation de capital pour financer ses investissements en complément du financement Oséo obtenu sur un programme de R&D de 20.4M€.
- **Un marché en forte croissance même si la profitabilité à CT sera pénalisée par les efforts d'investissement.** En raison des incertitudes du contexte économique, les prévisions du management sont relativement prudentes, avec une croissance du CA attendue malgré tout en hausse de +10% à +15%. A l'instar de 2008, l'exercice 2009 devrait enregistrer une marge d'EBIT légèrement supérieure à 10% et donc très éloignée des 20% réalisés en 2007, eu égard aux efforts d'investissements.

Une véritable success story en devenir

## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.1 MEDIASTAY : 1er groupe européen de jeux en ligne gratuits



#### MEDIASTAY % ANR : 12%

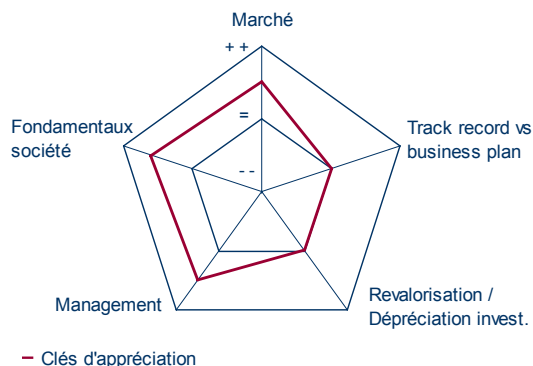
4ème site européen de jeux en ligne et 1er gratuit. Génère du trafic via :  
 1) Kingolotto (1ère loterie gratuite en Europe - 10 pays - 5M de membres),  
 2) Grattage.com (jeux de grattage - 3 pays - 2,5M de membres),  
 3) Bananalotto (loterie gratuite - 4 pays - 2M de membres).

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	11.2	52%	16.0	43%	20.0	25%
EBITDA en M€	3.4	89%	4.0	18%	5.1	28%
marge d'EBITDA	30.4%		25.0%		25.5%	
RN	1.9	37%	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : OBO date : avril-07  
 Montant : 2.24M€  
 FP/quasi FP : 1.83M€ % du K : 15.80%  
 Sortie est. : 2010-11 via cession à un industriel ou LBO

- **Un business model éprouvé qui se duplique à l'international.** Le principe des sites de Mediastay est le suivant : pour valider sa grille, l'internaute doit cliquer sur la bannière d'un annonceur qui rémunère la société en cas de contact approfondi (achat de billets, demande de dossier...). Tout l'enjeu de Mediastay réside dans sa capacité à générer du trafic sur ses sites, à la fois pour tirer profit de revenus publicitaires (≈ 10% du CA), mais également pour constituer une base de données en vue de son exploitation dans le cadre de campagnes marketing ciblées (≈ 90% du CA). Mediastay compte une centaine d'annonceurs actifs dont : Voyages-sncf, La Redoute, Meetic, eBay... Pionnier dans son secteur, Mediastay développe son savoir-faire sur de nouveaux jeux (Kingomusic, Betsetter...) et étend son emprise à l'international par croissance organique (Pays-Bas, Espagne...) ou par acquisitions (Banalaloto au UK et Luckysurf).
- **Une forte croissance et de solides fondamentaux.** La croissance de l'activité du groupe est soutenue (>25%) depuis maintenant plusieurs années et s'accompagne d'une profitabilité élevée (marge d'EBITDA >25%). Les perspectives pour l'exercice 2009 sont bonnes et les fondamentaux de la société sont solides, avec des échéances de dette senior qui ne posent pas de problèmes et une trésorerie solide.
- **Une valorisation vraisemblablement sous-estimée par notre approche.** La participation dans Mediastay a été revalorisée en septembre 2008 de 1.08M€ sur la base d'un échantillon de comparables après l'application d'une décote de -40%. Bien que cet échantillon de comparables se soit déprécié depuis, les marques d'intérêt régulières de plusieurs acteurs du secteur ont conforté les dirigeants de TI de conserver leur nouvelle valorisation, rendant du même coup notre approche particulièrement conservatrice pour cette participation.

Une belle réussite suscitant l'intérêt de plusieurs acteurs du secteur

## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.2 LUCKY SURF : la présence US de Mediastay dans les jeux en ligne



#### LUCKY SURF

% ANR : 3%

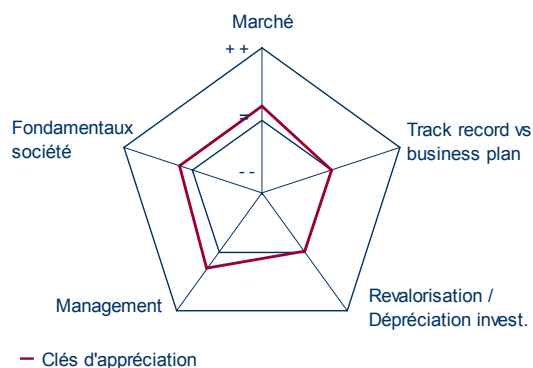
Edition de sites de loteries et jeux gratuits destinés à mener des campagnes de marketing en ligne à la performance. Forte présence aux États-Unis (80% du CA).

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	nd	nd	0.5	nd	1.2	140%
EBITDA en M€	nd	nd	nd	nd	0.5	nd
marge d'EBITDA	nd	nd	nd	nd	41.7%	
RN	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : K dévelpt date : juin-08  
 Montant : 0.71M€  
 FP/quasi FP : 0.01M€ % du K : 6.00%  
 Sortie est. : 2010-11 via cession à un industriel

- **Une acquisition menée conjointement avec les actionnaires de Mediastay.** Faisant suite à l'opération Mediastay menée en avril 2007, les actionnaires de cette dernière se sont portés acquéreurs de Lucky Surf.
- **Lucky Surf : l'inventeur de la loterie gratuite en ligne aux États-Unis.** Lucky Surf est l'inventeur du concept de loterie gratuite en ligne à la fin des années 90. Il demeure l'acteur référent dans le secteur en Amérique du Nord où il réalise plus de 80% de son CA. Ce dernier est la société sœur de Mediastay pour le marché américain.
- **Une relance en cours sous l'égide du management de Mediastay.** Avant son rachat, Lucky Surf était en perte de vitesse et fait l'objet d'une relance de la part de ses nouveaux actionnaires. Les actions semblent commencer à porter leurs fruits au vu des résultats du début 2009.

Une relance qui semble porter ses fruits



## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.3 GLOBE DIFFUSION : le spécialiste du marketing terrain



#### GLOBE DIFFUSION % ANR : 3%

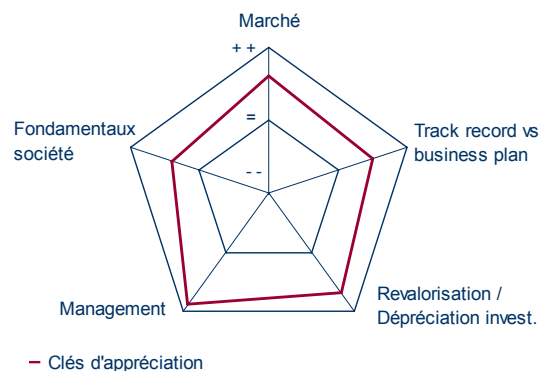
Spécialisé dans le marketing terrain au travers de 3 activités : 1) l'événementiel grand public, 2) l'échantillonnage et 3) la diffusion de presse gratuite.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	10.4	30%	11.0	6%	13.0	18%
EBIT en M€	0.8	33%	1.4	75%	1.5	7%
marge d'EBIT	7.7%		12.7%		11.5%	
RN	0.5	ns	0.9	80%	1.0	11%

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : MBO date : juillet-07  
 Montant : 0.67M€  
 FP/quasi FP : 0.67M€ % du K : 8.77%  
 Sortie est. : 2011-12 via LBO ou cession

- **Une organisation réactive et bien rodée au service de l'efficacité du marketing terrain.** La clé du succès pour ce type d'entreprises réside dans la faculté de ces dernières à pouvoir mobiliser rapidement du personnel sur des durées plus ou moins longues pour différents événements. L'avantage concurrentiel de Globe Diffusion provient de son outil informatique lui permettant de recruter et gérer son personnel (possibilité de mobiliser jusqu'à 4 000 personnes en France !) et d'assurer un suivi sur le terrain, tout en étant en mesure de faire un feedback en temps réel à son client sur l'efficacité de la campagne.
- **Une activité toujours dynamique malgré la conjoncture et en avance sur le budget.** Après un très bon 1T2009 (CA de 2.75M€, +40%), Globe Diffusion avait à fin mai (CA de 5.5M€, +30%) dépassé son budget prévisionnel attendu sur le 1S2009, alors que ses principaux concurrents faisaient état d'une baisse sensible de leur activité (>20%). Cette performance est d'autant plus remarquable que sur la période, le contrat pluriannuel de 3 ans avec Metro a été revu en baisse, de l'ordre de 20% (budget total de 1 à 1.5M€ par an). La rentabilité du groupe devrait se maintenir à un bon niveau sur l'ensemble de l'exercice, eu égard notamment aux opérations de réduction de coûts (renégociation des contrats de prestataires, fermeture de l'agence de Nice...) ayant permis d'abaisser le point mort mensuel de la société de 720K€ à 660K€.
- **Une situation financière saine autorisant des acquisitions ciblées pour alimenter la croissance.** La dette contractée par le holding (-2.6M€) au moment du montage de l'opération de MBO ne présente aucun risque et celle-ci est réduite de -0.46M€ chaque année. Des réflexions sont en cours pour effectuer des opérations de croissance externe, permettant d'apporter 5 à 6M€ de CA supplémentaire afin d'atteindre l'objectif de 20M€ de CA à horizon 2011-12.

Des atouts intrinsèques pour aborder sereinement l'environnement économique actuel

## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.4 WEBHELP : le N°3 français des centres d'appels



#### WEBHELP % ANR : 7%

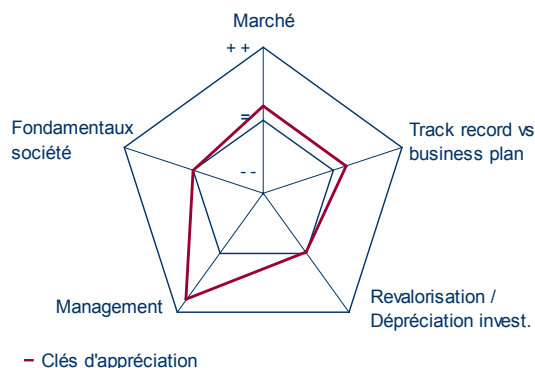
N°3 français de l'externalisation de centres d'appels et de gestion de la relation clients. Le groupe est présent dans 3 pays : la France (7 sites), le Maroc (10 sites) et la Roumanie (2 sites).

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	94.0	54%	108.0	15%	119.0	10%
EBITDA en M€	23.5	nd	27.0	15%	29.0	7%
marge d'EBITDA	25.0%		25.0%		24.4%	
RN	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : 2ème OBO date : juin-07  
 Montant : 1.54M€  
 FP/quasi FP : 1.02M€ % du K : 1.21%  
 Sortie est. : 2012 via cession à un industriel ou IPO

- **Le spécialiste français des centres d'appels offshore.** La particularité de Webhelp dans le domaine de la relation clientèle réside dans son implantation dans des pays à bas coûts. Ce modèle offshore permet au groupe d'offrir des prestations à un coût réduit par rapport à ses concurrents, estimé entre 35% à 45% moins chères. La clientèle de Webhelp se compose de grands comptes principalement présents sur les secteurs : des télécoms, des services financiers, du commerce et du tourisme/transport.
- **Une entreprise rompue aux opérations avec effet de levier.** Bien que l'historique du groupe n'excède pas 10 ans, ce dernier a connu au cours des 5 dernières années, 2 opérations de LBO. Le 1er a été mené par Barclays en 2005 (EV de 100M€) et le 2nd a été opéré par Astorg en 2007 (EV de 187M€). Cette 2ème opération a été l'occasion pour Turenne d'extérioriser une plus-value (1.7M€ pour Turenne Investissement) tout en conservant une participation dans Webhelp afin d'accompagner le management dans cette nouvelle opération.
- **Une valorisation globalement en ligne avec le leader du secteur.** Alors que Teleperformance se traite 4.8x l'EV/EBITDA 2009e, notre estimation de valorisation de Webhelp fait ressortir un multiple de 4.9x. Cet élément permet de confirmer que la valorisation actuelle du groupe a peu varié depuis le réinvestissement effectué en 2007, au regard du marché et d'un comparable direct.

Une plus value de 1.7M€ déjà réalisée lors du 2nd OBO mené par Astorg

## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.5 DROMADAIRE : le monopole français des cartes électroniques gratuites



#### DROMADAIRE % ANR : 5%

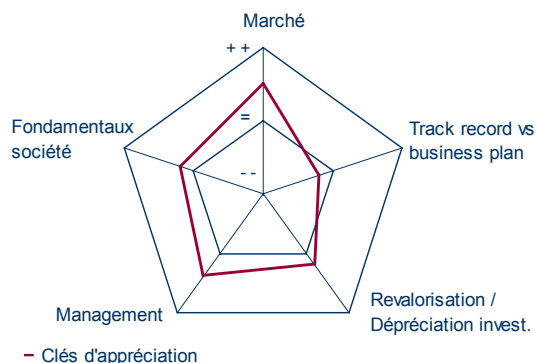
Leader français de l'envoi de cartes de vœux sur Internet avec une audience de 2,9M de visiteurs unique par mois, il détient 90% des cartes électroniques en France. Rémunération par affiliation, bannières pub...

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	1.6	59%	2.6	67%	3.4	31%
EBIT en M€	1.0	61%	1.4	37%	1.5	9%
marge d'EBIT	64.1%		52.7%		44.1%	
RN	0.7	71%	0.9	30%	1.2	26%

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : OBO date : septembre-07  
Montant : 1.30M€  
FP/quasi FP : 1.30M€ % du K : 16.10%  
Sortie est. : 2012 via cession à un industriel

- **Un rescapé de l'épopée Internet traduisant la solidité du business model.** Créé en 1998, Dromadaire.com a été le précurseur mondial des cartes de vœux électroniques, faisant de ce dernier l'acteur incontournable en France, avec une part de marché d'environ 90%. Le business model de la société s'appuie sur une offre de cartes électroniques entièrement gratuites drainant une audience d'environ 2.9M de visiteurs uniques par mois. L'essentiel des revenus provient de la publicité tandis que la monétisation de la base de données est encore sous exploitée. Le groupe innove régulièrement en matière d'offre, à l'occasion d'événements spéciaux (800 000 brins de muguet numériques diffusés le 1er mai) par exemple ou sur le support de communication avec actuellement des tests sur des cartes vidéos gratuites.
- **Une stratégie encore balbutiante à l'international.** Le créneau de la carte électronique gratuite reste largement sous exploité dans de nombreux pays. Pour cette raison, la société tente de s'internationaliser en Europe en ciblant les principaux marchés sous la marque Kisseo. Le succès de cette stratégie est contrasté puisque le démarrage est relativement faible en Italie (0.215M€) et en Espagne (100 000 pages vues) mais prometteur en Allemagne (0.9M de pages vues).

1er entrant sur le marché français offrant une situation de quasi-rente

## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.6 IDE : l'infographie des plus grands groupes de presse français



#### IDE % ANR 3%

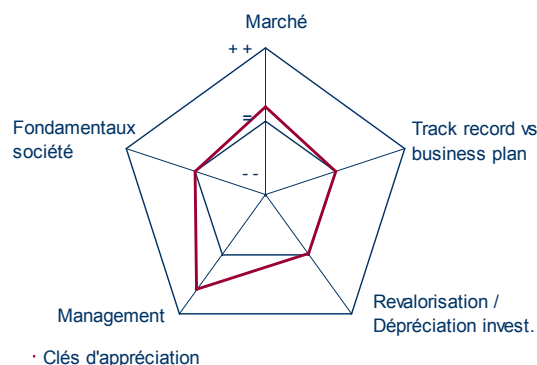
Leader français d'infographie. Idé Infographie (55% du CA) procure des illustrations à la presse soit sous forme de fil info (PQR) ou à la commande (Les Echos, Figaro...). Idé Edition (45% du CA) offre des services de mise en page pour des rapports annuels, des revues...

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/12	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	7.0	nd	6.4	-9%	7.0	9%
EBIT en M€	0.9	nd	0.7	-25%	0.8	22%
marge d'EBIT	12.6%		10.5%		11.7%	
RN	0.6	nd	nd	nd	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : MBI date : juillet-08  
 Montant : 0.69M€  
 FP/quasi FP : 0.16M€ % du K : 9.76%  
 Sortie est. : 2014 via cession à un industriel

- **Un savoir-faire incomparable en matière d'infographie.** Idé s'appuie sur une équipe de journalistes et de graphistes de 60 personnes ayant développé un véritable savoir-faire dans le domaine de l'infographie depuis plus de 20 ans. Il est reconnu et sollicité par les plus grands groupes de presse français illustrant, notamment tous les jours les articles du Figaro, des Echos ou encore de Libération. IDE jouit d'une forte visibilité sur la récurrence de son CA (90%) eu égard à aux contrats pluriannuels avec ses principaux clients.
- **Un manager fortement impliqué financièrement dans l'opération et une prise de risque limitée pour TI.** Christophe Héral, DG d'Idé, a investi personnellement 1M€ dans le cadre de l'opération de MBI menée en collaboration avec Turenne. Fort d'une expérience professionnelle dans le domaine de la presse depuis plus de 20 ans, et notamment près de 10 ans au Figaro, Christophe Héral est rompu au fonctionnement des différentes maisons de presse et peut mettre en avant son réseau pour développer l'activité d'Idé. De son côté, TI a structuré l'opération afin de minimiser la part en fonds propres, et en privilégiant un apport en obligations convertibles qui extériorisent un rendement de 14% (taux de 5.5% et prime de non conversion de 8.5%).
- **Une carte importante à jouer dans l'externalisation des activités supports des médias et du développement des supports numériques.** Hormis l'AFP, les principaux concurrents d'Idé sont les services internes des rédactions ou des groupes d'édition. Dans le contexte actuel de réduction des coûts qui touche l'ensemble du secteur de la presse, la société devrait avoir une carte à jouer dans le cadre de l'externalisation des fonctions supports et notamment de l'infographie. Idé entend également axer son développement sur les marchés en forte croissance des médias numériques.

**Un profil défensif lié à la récurrence de l'activité (90% du CA) et au montage de l'opération**

## 4.4 Un portefeuille outsourcing très orienté marketing

### 4.4.7 SOLEM : de l'irrigation vers une diversification dans la téléassistance



#### SOLEM % ANR : 3%

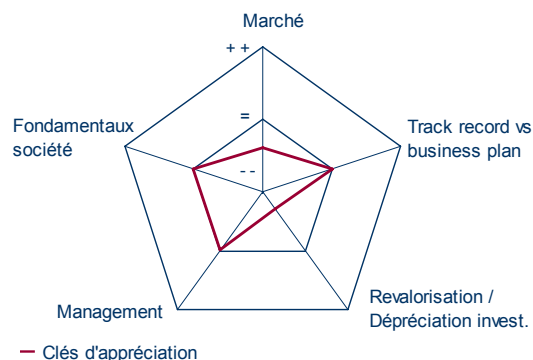
Développement de solutions électroniques de programmation, d'acquisition et de transfert de données : irrigation (80% du CA), gestion du temps de travail, contrôle d'accès, télégestion des services à domicile, téléassistance pour personnes âgées.

#### CHIFFRES CLES

clos le 31/08	2007	var.	2008	var.	2009e	var.
CA en M€	10.6	9%	11.0	4%	7.6	-31%
EBIT en M€	1.9	64%	2.5	32%	1.0	-60%
marge d'EBIT	17.9%		22.7%		13.2%	
RN	1.1	-1%	1.4	27%	nd	nd

Source : société, Cairn

Nb: pour des raisons de confidentialité nous ne pouvons détailler le détail du calcul de notre stress test sur chacune des participations



#### INVESTISSEMENT

Type : OBO date : décembre-08  
 Montant : 0.80M€  
 FP/quasi FP : 0.69M€ % du K : 6.50%  
 Sortie est. : 2012-13 via cession à un industriel ou 2nd LBO

- **Le métier historique, l'irrigation, mis à mal par la conjoncture.** Solem s'est forgé une solide réputation dans le domaine de la gestion de l'irrigation auprès des particuliers, entreprises et collectivités grâce notamment au caractère innovant incorporé dans ses produits. Fort de cette expertise, le groupe est devenu le sous-traitant référent en Europe du géant américain Rainbird qui capte près de 80% de son CA. Cette dépendance vis à vis d'un client, conjuguée à la crise touchant l'immobilier (notamment en Espagne), a fortement impacté l'activité de la société sur son exercice 2008-09, expliquant notamment la baisse attendue de -31% du CA.
- **La diversification dans la téléassistance est promise à un bel avenir.** Capitalisant sur son savoir-faire dans le domaine de l'électronique, Solem a développé, au cours des 3 dernières années, une offre dans le domaine de la téléassistance. La société va commencer à tirer profit de cette diversification avec notamment la conclusion d'un contrat avec un des leaders de l'assurance dans le domaine de l'assistance.

Une activité historique impactée par la conjoncture et pas encore compensée par la diversification

## 5 – Annexes

Annexe I : échantillon de small cap issues de l'indice CAC Small 90

Annexe II : équipe d'investissement

Annexe III : actionnariat, évolution du titre et volumes

# Annexe I : échantillon de small cap issues de l'indice CAC Small 90

	Capi (M€)	Cours (€)	Per				EV moy/CA				EV moy/EBITDA				EV moy/EBIT			
			06	07	08	09e	06	07	08	09e	06	07	08	09e	06	07	08	09e
Akka Technologies SA	134	12.50	16.3x	14.3x	9.2x	13.4x	0.8x	0.8x	0.3x	0.3x	9.7x	9.9x	3.8x	4.8x	11.1x	12.0x	4.7x	6.0x
Ales Groupe SA	169	11.98	19.2x	21.1x	19.1x	24.5x	1.5x	1.7x	1.4x	0.9x	11.6x	12.0x	9.7x	7.9x	14.3x	16.6x	14.6x	12.5x
Assystem	169	8.19	13.0x	9.7x	6.7x	20.5x	0.8x	0.5x	0.3x	0.2x	11.9x	5.8x	3.6x	5.7x	15.7x	8.6x	4.8x	9.5x
Audika SA	208	22.00	26.3x	18.8x	20.3x	19.6x	2.4x	3.0x	2.9x	1.9x	12.7x	13.3x	13.2x	9.3x	14.9x	15.2x	15.4x	11.0x
Aurea (Auer)	90	7.52	13.4x	10.9x	10.6x	29.5x	2.2x	4.1x	1.6x	1.0x	6.8x	15.8x	7.9x	6.2x	9.0x	18.4x	10.4x	12.1x
Bastide Le Confort Medica	75	10.18	19.4x	15.7x	12.7x	17.7x	1.4x	2.0x	1.3x	0.9x	9.1x	11.9x	7.2x	5.7x	16.6x	21.8x	12.9x	12.1x
Boizel Chanoine Champagne SA	204	44.50	14.0x	9.0x	10.5x	12.6x	2.3x	2.3x	2.9x	2.4x	17.3x	12.6x	14.1x	12.4x	19.3x	15.1x	17.1x	15.2x
Cegereal	297	22.23	9.3x	4.3x	nd	9.7x	nd	13.7x	12.8x	12.3x	nd	16.3x	14.9x	14.2x	nd	16.3x	14.9x	14.5x
Cegid Group	151	16.36	9.0x	8.8x	8.7x	10.7x	1.7x	1.7x	1.0x	0.8x	8.2x	7.4x	4.3x	3.9x	13.3x	12.3x	8.0x	9.2x
Devoteam SA	185	18.20	12.1x	9.7x	9.3x	13.3x	0.9x	0.8x	0.3x	0.3x	10.0x	9.1x	3.6x	4.0x	11.0x	10.3x	4.0x	4.7x
Euro Disney	250	6.41	nd	nd	nd	nd	1.8x	1.6x	1.4x	1.4x	13.6x	9.8x	7.6x	9.5x	ns	39.7x	21.1x	72.8x
Europacorp	157	7.72	15.4x	23.2x	18.2x	8.2x	nd	nd	1.3x	0.9x	nd	nd	18.6x	6.9x	nd	nd	18.7x	6.9x
Exel Industries	195	28.70	11.6x	9.6x	7.7x	13.8x	0.7x	0.8x	0.7x	0.4x	6.2x	6.9x	6.5x	5.9x	7.0x	7.9x	8.0x	8.0x
Fleury Michon SA	194	38.00	15.6x	14.5x	34.3x	12.3x	0.6x	0.6x	0.5x	0.4x	6.1x	6.4x	6.1x	4.4x	13.6x	13.7x	15.8x	8.8x
Flo (Groupe)	140	3.60	8.4x	6.4x	nd	30.7x	1.0x	1.4x	0.9x	0.6x	9.5x	11.6x	10.5x	6.4x	13.3x	16.3x	ns	13.8x
GFI Informatique SA	203	3.73	9.2x	11.2x	12.7x	19.6x	0.6x	0.7x	0.4x	0.3x	8.4x	9.2x	5.7x	7.0x	9.7x	10.7x	6.7x	10.0x
Gifi SA	263	40.00	15.8x	10.3x	10.1x	10.8x	0.6x	0.8x	0.7x	nd	6.1x	5.9x	6.2x	nd	12.2x	8.4x	8.7x	nd
GL Events SA	291	16.21	10.9x	8.9x	10.2x	14.0x	1.3x	1.6x	1.0x	0.8x	9.5x	12.1x	7.6x	6.2x	15.7x	17.7x	11.9x	10.3x
Groupe Crit SA	206	18.35	8.1x	8.8x	8.2x	30.1x	0.4x	0.3x	0.2x	0.1x	9.0x	6.2x	4.1x	5.8x	10.9x	7.5x	5.0x	11.2x
Groupe Open SA	56	5.70	15.8x	16.8x	9.6x	22.8x	0.3x	0.7x	0.4x	0.2x	8.7x	9.4x	9.8x	12.1x	12.4x	11.4x	11.0x	19.1x
Groupe Partouche SA	139	3.23	4.9x	9.7x	nd	nd	2.3x	2.0x	1.4x	1.0x	9.1x	8.7x	8.7x	6.0x	14.5x	16.1x	19.7x	13.8x
Haulotte Group	195	6.25	3.5x	3.0x	27.7x	nd	1.5x	1.4x	1.2x	1.6x	6.5x	6.6x	13.0x	ns	7.9x	7.9x	25.1x	ns
Hi Media	191	4.32	22.7x	17.3x	27.3x	37.6x	4.7x	3.2x	1.5x	1.0x	49.4x	21.8x	13.3x	9.9x	71.4x	29.7x	21.1x	16.1x
Inter Parfums SA	281	17.49	14.2x	13.8x	13.3x	13.8x	1.6x	1.6x	1.2x	0.9x	10.5x	11.1x	8.1x	6.9x	11.6x	12.0x	8.9x	7.6x
Latecoere SA	61	7.09	3.2x	3.4x	nd	nd	1.3x	1.2x	0.6x	0.8x	12.2x	11.0x	11.1x	12.4x	16.0x	14.6x	13.4x	ns
Linedata Services SA	92	8.39	8.1x	7.4x	18.0x	18.9x	1.8x	1.3x	0.8x	0.6x	9.4x	7.1x	6.0x	5.0x	12.8x	10.1x	15.3x	10.2x
LVL Medical Groupe SA	195	15.10	24.7x	18.8x	28.4x	16.2x	2.1x	2.6x	1.5x	1.4x	8.6x	11.6x	8.2x	7.1x	13.5x	18.0x	14.3x	12.0x
Manutan International SA	283	37.20	10.8x	8.5x	7.4x	11.9x	0.8x	0.7x	0.5x	0.4x	6.6x	6.1x	4.4x	4.4x	8.2x	6.4x	5.0x	6.0x
Meetic SA	497	21.90	35.9x	25.7x	38.5x	17.3x	6.8x	5.5x	2.5x	2.2x	30.5x	23.7x	20.7x	10.2x	35.1x	26.4x	26.5x	11.1x
Mr Bricolage SA	128	11.95	8.2x	7.6x	6.7x	8.9x	0.6x	0.7x	0.5x	0.5x	6.6x	6.4x	5.4x	6.3x	10.2x	10.5x	7.6x	9.4x
Parrot	115	8.94	8.4x	5.7x	8.2x	30.8x	nd	1.8x	0.5x	0.2x	nd	12.3x	4.0x	3.0x	nd	14.7x	5.8x	14.0x
PSB Industries SA	62	17.00	6.1x	5.9x	8.9x	23.7x	1.1x	1.2x	0.9x	0.8x	6.3x	7.1x	6.1x	5.9x	11.0x	12.1x	11.7x	17.3x
Radiall SA	100	46.00	5.3x	7.9x	13.1x	nd	0.7x	1.1x	0.7x	0.4x	5.3x	7.9x	6.6x	6.6x	7.4x	11.7x	13.1x	83.1x
Recylex SA	227	9.47	5.1x	3.3x	nd	25.7x	0.4x	0.7x	0.5x	0.5x	2.0x	3.6x	ns	16.5x	2.7x	4.5x	ns	200.4x
Robertet SA	177	85.00	12.4x	9.4x	13.4x	17.2x	1.0x	1.4x	0.7x	0.8x	7.8x	9.8x	7.8x	9.0x	9.0x	12.1x	10.7x	12.9x
Sartorius Stedim Biotech SA	486	28.69	29.7x	18.6x	32.1x	17.6x	6.3x	3.3x	1.6x	1.3x	33.8x	15.3x	10.6x	7.7x	42.1x	23.7x	14.8x	10.7x
SeLoger.com	439	26.37	392.4x	32.2x	25.6x	24.2x	nd	11.4x	5.5x	4.8x	nd	21.9x	10.7x	9.4x	nd	27.2x	13.2x	11.6x
Spir Communication SA	135	21.60	2.8x	4.5x	12.7x	nd	1.4x	1.1x	0.6x	0.4x	8.6x	9.9x	5.7x	8.3x	11.0x	15.8x	10.6x	ns
Store Electronic Systems	127	12.00	26.2x	13.5x	11.3x	11.1x	nd	3.6x	2.2x	1.9x	nd	10.0x	6.1x	5.7x	nd	10.4x	6.5x	6.3x
Sword Group SA	203	21.89	12.2x	10.9x	9.7x	10.2x	2.5x	2.2x	1.4x	1.2x	15.0x	11.9x	6.9x	6.2x	15.7x	13.5x	7.6x	6.9x
Synergie SA	262	17.19	12.1x	10.3x	12.5x	38.6x	0.3x	0.4x	0.2x	0.2x	8.4x	8.2x	5.4x	8.2x	10.0x	6.5x	6.2x	12.6x
Tonnellerie Francois freres	149	27.50	9.8x	8.9x	8.7x	10.5x	2.0x	2.3x	1.6x	1.4x	7.1x	8.2x	6.3x	6.1x	7.5x	8.8x	6.7x	6.6x
Toux SA	135	23.65	12.9x	8.4x	6.5x	8.5x	0.9x	1.2x	1.2x	1.3x	9.2x	10.0x	8.4x	6.9x	14.3x	14.7x	12.4x	10.1x
Trigano SA	282	13.32	6.7x	9.2x	17.5x	nd	1.0x	0.9x	0.6x	0.5x	11.2x	11.7x	8.4x	153.0x	12.7x	14.8x	13.9x	ns
VM Materiaux SA	117	41.15	7.2x	5.9x	6.1x	10.9x	0.4x	0.5x	0.4x	0.3x	6.6x	6.7x	5.0x	6.0x	8.4x	8.3x	6.8x	10.2x
Vranken Pommery Monopole	189	35.85	11.6x	10.4x	11.2x	14.6x	2.5x	2.7x	2.6x	2.4x	12.3x	13.1x	12.3x	12.9x	14.7x	15.5x	14.4x	15.5x
Médiane	187	16.68	12.1x	9.7x	11.3x	16.2x	1.3x	1.4x	1.0x	0.8x	9.1x	9.9x	7.6x	6.7x	12.6x	13.5x	11.8x	11.1x
Moyenne	194	19.80	21.3x	11.4x	14.6x	18.0x	1.6x	2.1x	1.4x	1.2x	11.2x	10.5x	8.3x	10.9x	14.7x	14.3x	11.9x	18.8x

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen

Source : Factset

## Annexe II : équipe d'investissement

### François Lombard – Président

Diplômé de l'ESSEC, d'un MBA à Wharton et d'une maîtrise de droit (Panthéon Sorbonne), François Lombard a commencé sa carrière en tant que responsable d'investissement à la Banque Mondiale, de 1978 à 1981. Il a ensuite été chef du service financement de projet au sein du CCF pendant 5 ans. De 1986 à 1989, il a été Directeur adjoint chez CDC Participations, puis, de 1989 à 1998 Directeur Général de Epargne Partenaires.

### Benoît Pastour – Directeur Associé

Diplômé de l'IESEG Lille et d'une maîtrise de Sciences économiques à Paris II Assas, il débute sa carrière au Crédit Lyonnais. Il rejoint ensuite le Crédit Agricole et lance l'activité Financement LBO à la fin des années 1980. Pendant 16 ans, Il a été Directeur des Participations et associé chez Vauban Partenaires.

### Hubert Michalowski – Directeur Associé

Diplômé des Arts et Métiers et du MBA de l'IAE d'Aix en Provence, il débute au sein d'IBM. Il intègre ensuite le Crédit du Nord en tant que chargé d'affaires investissements. Il devient ensuite Directeur de différents véhicules de capital risque, développement puis LBO à la SPEF (NAXICAP) jusque fin 2000. Il a été ensuite Directeur d'investissements chez PLS Venture jusqu'en 2003.

### Quentin Jacomet – Directeur d'Investissements

Diplômé de l'EM Lyon et d'un DESS de droit des affaires (Assas), il débute comme analyste chez DDA & Company, un cabinet de M&A franco-américain. Avant de rejoindre Turenne Capital Partenaires, il était chargé d'affaires senior chez Avenir Entreprises Gestion, filiale de la CDC.

### Mathieu Ribot – Chargé d'affaires

Diplômé de Paris Dauphine (MSG et DESS Finance), il entame sa carrière en tant qu'analyste au Crédit Agricole Private Equity avant d'intégrer Turenne Capital.

### François Picarle – Chargé d'Affaires Senior

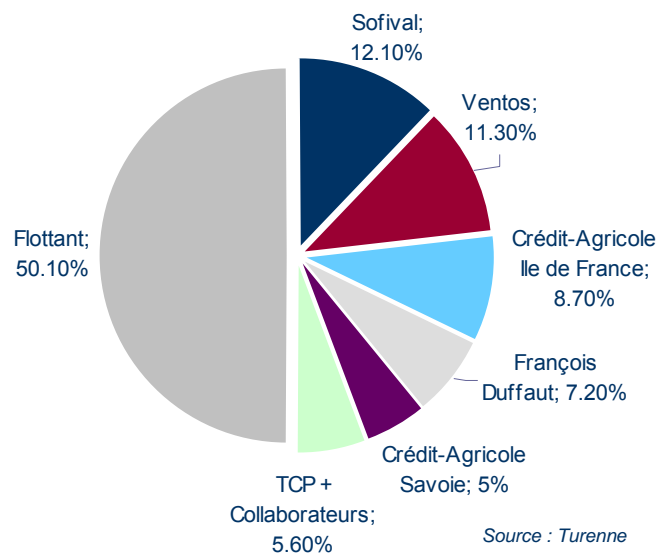
Diplômé de l'Ecole Supérieure d'Optique et d'un MBA à l'IAE Paris, François Picarle a travaillé comme ingénieur R&D chez Valeo. Il a également été ingénieur-chercheur au NASA Goddard Space Flight Center et au National Institute of Standards and Technology (NIST) de Washington.

Source : Turenne

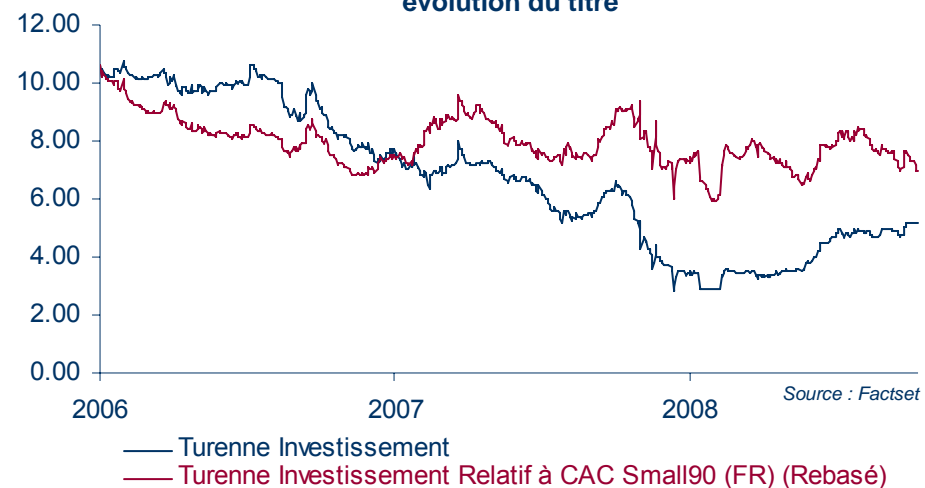


## Annexe III : actionnariat, évolution du titre et volumes

**Turenne Investissement :  
actionnariat au 30/06/2009**



**Turenne Investissement :  
évolution du titre**



### Volumes quotidiens moyens échangés

Volumes moyens 6 mois (en nb de titres)	1 662
Volumes moyens 3 mois (en nb de titres)	992
Volumes moyens 1 mois (en nb de titres)	1 695
Volumes moyens 6 mois (en €)	7 368
Volumes moyens 3 mois (en €)	4 862
Volumes moyens 1 mois (en €)	8 483

Source : Factset

# Avertissement

Cairn Finance, bureau d'analyse indépendant, a été mandaté par la société H. et Associés pour la réalisation de cette étude.

Cette étude a été réalisée sur la base des informations à caractère général et des documents comptables et financiers qui nous ont été communiqués par les dirigeants de la société Turenne Investissement.

Il n'entre pas dans la mission de Cairn Finance de vérifier l'exactitude, le caractère pertinent ou l'exhaustivité des informations données par la société et ses représentants, informations réputées complètes, exactes et pertinentes.

Ni la responsabilité de Cairn Finance, ni celle de ses collaborateurs ne sauraient être engagées, à quelque titre que ce soit, s'il apparaît que l'un des documents sur le fondement duquel cette étude a pu être élaborée, s'avérait ne pas refléter de la façon la plus exacte possible, la réalité économique et financière de la société étudiée.

L'évaluation obtenue correspond à la meilleure perception possible de Cairn Finance, à la date de réalisation de cette étude, de la valeur de la société évaluée, déterminée à partir des informations mises à disposition dans le cadre décrit ci-dessus. Cairn Finance ou ses collaborateurs ne sauraient toutefois garantir que la valeur obtenue correspondrait ou coïnciderait avec un prix effectif qui pourrait être payé au cours d'une transaction ou arrêté dans le cadre d'une négociation, voire toute opération ou tout calcul faisant intervenir cette valeur.

Le présent document ne constitue, ni une offre, ni une invitation à acheter ou à souscrire des valeurs mobilières ou d'autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou distribué à un tiers.

DETECTION DES CONFLITS D'INTERETS				
Corporate Finance H et Associés	Détention capitalistique de l'émetteur par Cairn Finance	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste de Cairn Finance	Contrat de liquidité
OUI	NON	OUI	NON	NON



Cairn Finance

80 rue Réaumur  
75 002 Paris

☎ 06-03-01-03-05

Email : [contact@cairnfinance.com](mailto:contact@cairnfinance.com)