

## **Commission des participations et des transferts**

**Avis n° 2021 - A.C. - 1 du 23 avril 2021**

**relatif au transfert au secteur privé par le groupe La Poste  
de la société TIGERS Limited**

La Commission,

Vu la lettre en date du 9 mars 2021 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société TIGERS Limited et ses filiales par GEOPOST, filiale de La Poste ;

Vu le courriel en date du 22 avril 2021 par laquelle l'Agence des participations de l'Etat informe la Commission des éléments nécessaires à la valorisation des fonds propres de la société TIGERS Limited et à la détermination de son prix de cession ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le contrat de cession en date du 27 janvier 2021 (Share purchase agreement - SPA) entre GEOPOST S.A. (« le vendeur ») et JAS WORLDWIDE, INC., et JAS WORLDWIDE OMNI-CHANNEL, LLC. (« l'acquéreur »), transmis à la Commission le 9 mars 2021 ;

Vu le rapport de valorisation établi par OCFA Corporate Finance Advisory, conseil du groupe La Poste, transmis à la Commission le 9 mars 2021 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 23 avril 2021 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 10 mars 2021 successivement :

1- Le ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE) et Mme Hortense NAUDASCHER, chargée de participations ;

2- Conjointement :

- le groupe La Poste représenté par MM. Yves BRASSARD, directeur général adjoint, Mme Stéphanie BERLIOZ et M. Nicolas MICHEL ;

- la société GEOPOST S.A. représentée par M. Olivier STORCH, Directeur général adjoint, et Mme Stéphanie THOUVENIN-SAUVEL;

3- OCFA, conseil du groupe La Poste, représenté par M. Olivier CHAZELAS.

Après avoir entendu le 15 mars 2021, M. Marco REBUFFI, Président et CEO de JAS WORLDWIDE OMNI-CHANNEL, LLC. et de JAS Worldwide, INC., Mme Tahira FUMO, CFO et Mme Nan KING, General Counsel.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 9 mars 2021 le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société TIGERS Limited et ses filiales par GEOPOST S.A, filiale de La Poste.

TIGERS Limited est une filiale intégrale de GEOPOST S.A qui est elle-même filiale intégrale de La Poste. TIGERS Limited est enregistré à HONG-KONG et détient 10 filiales localisées dans 8 pays différents.

Sur une base consolidée au 31 décembre 2020, TIGERS Limited a un chiffre d'affaires supérieur à 150 M€. La cession projetée entre donc dans le champ d'application de l'article 22 IV de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée et doit faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur la base de l'article 26 II de l'ordonnance. Conformément à l'article 27 I et II de l'ordonnance, la Commission :

- détermine la valeur de la société ;
- émet un avis sur les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public ;
- émet un avis sur le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

La cession de TIGERS Limited est par ailleurs soumise à l'autorisation préalable de l'autorité de la concurrence de la République d'Afrique du Sud.

II.- TIGERS Limited, dont le siège est à Hong-Kong, est né en 2011 du rapprochement d'une société américaine, KAMINO LOGISTICS, et d'une société Hong-Kongaise, WAKO LOGISTICS, avec l'appui du groupe la Poste dans un contexte de forte croissance des flux commerciaux intercontinentaux, en particulier avec l'Asie.

Cet appui, sous forme d'obligations convertibles, a abouti à une prise de contrôle par GEOPOST en 2014.

TIGERS est un opérateur logistique qui propose à ses clients de gérer l'ensemble de leur distribution multicanal à une échelle mondiale par l'exercice de deux activités : la logistique contractuelle et l'activité de commissionnaire de transport international (freight forwarding).

La logistique contractuelle, qui représente actuellement le tiers du chiffre d'affaires, consiste à prendre en charge l'ensemble des opérations logistiques d'un client : commande auprès des fournisseurs, réception des marchandises, stockage dans des entrepôts, différenciation retardée, étiquetage, emballage, préparation des commandes et des expéditions, organisation des transports par des prestataires tiers pour la distribution vers des commerces ou des particuliers, traitement des retours qui concernent des volumes importants pour le e-commerce.

Pour ce faire TIGERS dispose de 32 entrepôts multi-clients loués à des tiers, ce qui permet une plus grande flexibilité. Il dispose aussi de systèmes d'information propres qui peuvent être rapidement intégrés aux systèmes informatiques de ses clients. TIGERS a acquis notamment une expérience importante dans la distribution omnicanal pour les secteurs de la mode et des loisirs où il s'adresse à des entreprises de taille moyenne désireuses de sous-traiter leur logistique.

TIGERS dispose d'un réseau mondial au travers de filiales implantées notamment aux Etats-Unis, au Royaume Uni, en Australie et en Afrique du Sud. La société dispose d'outils informatiques sophistiqués propriétaires qui permettent à ses clients de gérer en temps réel l'intégralité de leur chaîne logistique de manière intégrée à un niveau mondial.

L'activité de commissionnaire de transport international, qui représente les deux tiers du chiffre d'affaires, consiste à organiser le transport de marchandises pour le compte de clients expéditeurs en coordonnant plusieurs modes de transport terrestres, aériens, maritimes ou ferroviaires, en prenant également en charge l'ensemble des formalités en particulier douanières et si nécessaire le stockage temporaire des marchandises à chaque rupture de charges.

Dans ce cadre, TIGERS dispose d'une expertise particulière pour l'expédition de denrées périssables et de marchandises à température contrôlée qui nécessitent une gestion précise des transports et des transbordements afin de préserver la chaîne du froid et font l'objet de formalités administratives spécifiques.

Le groupe dispose de 935 employés et de 70 agences réparties dans 10 pays. Le chiffre d'affaires du groupe s'élève à 316 millions d'USD à fin 2020, dont 65% sur le fret international et 35% sur la logistique. La marge brute est plus élevée sur la logistique (27% fin 2020) que sur le fret international (21% fin 2020). Toutefois, la marge d'exploitation a reculé au cours des dernières années (22,7% fin 2020 vs 24,6% fin 2017). L'EBITDA et l'EBIT de fin 2020 s'élèvent respectivement à 8,5 millions d'USD et 4,6 millions d'USD, soit 2,7% et 1,4% du chiffre d'affaires.

III.- A la suite notamment d'une revue stratégique menée par GEOPOST en 2018, le processus devant conduire à la cession de TIGERS a été engagé.

Il est apparu en effet que les synergies entre l'activité de TIGERS et celles de GEOPOST étaient finalement très limitées, TIGERS étant spécialisé sur le transport de palettes et de conteneurs alors que GEOPOST l'est sur la livraison de colis.

Enfin le développement de TIGERS, entreprise de taille moyenne de son secteur d'activité qui est en phase de consolidation, imposerait des investissements importants que GEOPOST souhaite plutôt orienter dans son propre secteur d'activité en très forte croissance.

Le groupe La Poste a conclu que TIGERS ne constituait plus pour lui un actif stratégique et que La Poste n'était pas le meilleur partenaire actionnarial pour assurer l'avenir de l'entreprise.

IV.- Le processus de cession a été lancé début 2019.

En 2018, GEOPOST a mandaté OCFA pour l'assister dans la cession de la société. Dans une première phase, 72 acquéreurs potentiels ont été contactés. 31 acquéreurs potentiels ont signé une lettre de confidentialité et examiné les informations mises à leur disposition par le vendeur.

Beaucoup de candidats acquéreurs ont cependant abandonné le processus : les spécialistes de la logistique contractuelle trouvant le poids du fret trop important et inversement. En outre, la taille et la dualité d'activités de TIGERS ne lui permettaient pas de s'intégrer dans les stratégies financières des fonds d'investissement.

Au final, seules deux offres non engageantes ont été reçues. L'un des deux candidats ayant rapidement abandonné, GEOPOST a poursuivi des discussions exclusives avec JAS qui a pu ensuite réaliser des diligences approfondies avec la mise en place d'une Virtual Data Room.

Une première offre non engageante a été remise en juillet 2019. Les opérations de « due diligence » se sont déroulées jusqu'en mars 2020. L'opération a alors dû être suspendue avec le démarrage de la pandémie de COVID et les mesures de confinement adoptées dans de nombreux pays. Les discussions reprirent à l'été 2020 pour se conclure avec la signature d'un SPA le 21 janvier 2021.

V.- L'acquéreur est la société JAS.

JAS « Jet Air Service » est un groupe américain créé en 1979 à l'origine à Milan dont le siège a été transféré à Atlanta en 2003. JAS est principalement un opérateur de transport international de marchandises avec une activité logistique aujourd'hui très limitée.

JAS a réalisé un chiffre d'affaires de 1,6 milliards d'USD en 2020. Il emploie plus de 4200 employés dans plus de 90 pays dans 70 agences réparties sur les cinq continents.

JAS est principalement présent aux Etats-Unis, en Italie, en Australie, en Afrique du Sud, en Asie et en Amérique du Sud.

L'intérêt de l'opération pour les deux groupes réside dans les synergies nombreuses pouvant être engendrées par l'opération :

- synergies de coûts liées principalement à l'augmentation des volumes de fret permettant d'obtenir de meilleures conditions d'achat auprès des fournisseurs ;
- amortissement des coûts fixes sur des volumes plus importants ;
- synergies de revenus en permettant d'élargir le nombre de destinations servies directement ;
- possibilité pour JAS d'offrir à ses clients des prestations logistiques dans le domaine de la distribution multicanal et du e-commerce en fort développement.

L'opération permet ainsi à JAS d'augmenter sa taille critique dans le secteur du fret en cours de concentration et d'accéder au marché porteur de la logistique multicanal et du e-commerce.

VI.- Le contrat de cession conclu entre les parties prévoit les termes financiers suivants :

Le prix d'acquisition de l'intégralité des actions composant le capital de TIGERS détenues par GEOPOST S.A est déterminé sur la base d'une valeur d'entreprise de 75 millions d'USD, minoré du montant de la dette nette, évaluée à 58.954.388,30 USD à la date du 21 avril 2021 et ajusté du montant de la différence entre d'une part le niveau du besoin en fonds de roulement à la date du closing et d'autre part un niveau de référence, fixé à 16,9 millions d'USD, qui correspond à une moyenne des besoins en fonds de roulement de 2020. Ce mécanisme a pour objet de compenser les variations de trésorerie liées au besoin en fonds de roulement par rapport à son niveau normal qui affecte la dette nette. A la date du 21 avril 2021 le montant de cette différence majore le prix payé d'un montant de 1.584.501,96 USD

Sur ces bases, le prix s'établit à 17.630.113,66 USD.

La cession est assortie des garanties habituelles à ce type de transaction (sincérité des comptes consolidés de l'exercice 2019 et des comptes intermédiaires arrêtés à fin octobre 2020, validité des principaux contrats contractés par le groupe etc.)

Outre ces garanties, toutes plafonnées au montant de l'opération, il existe également des garanties générales, plafonnées à 8 millions d'USD, et des garanties spécifiques (relatives notamment au respect d'obligations fiscales et à l'issue d'un litige) plafonnées à un montant total de 22 millions d'USD et incluant le plafond de 8 millions d'USD pour les garanties générales.

La réalisation de l'opération est subordonnée à certaines conditions suspensives dont (i) l'approbation de l'opération par l'autorité de la concurrence de la République d'Afrique du Sud, qui est le seul pays où l'importance des activités des deux sociétés nécessite ce type d'autorisation)<sup>1</sup> et (ii) la présence dans l'entreprise à la date du closing de cinq managers clé identifiés, dont les contrats de travail ont été ajustés en conséquences.

---

<sup>1</sup> L'autorisation a été délivrée le 6 avril 2021

L'opération a fait l'objet d'une communication coordonnée entre GEOPOST S.A et JAS prévoyant un communiqué de presse commun et des plans de communication destinés aux collaborateurs, aux clients et aux fournisseurs des deux entités.

VII.- La Commission a disposé du rapport de valorisation établi par OCFA, conseil du vendeur.

La valeur d'entreprise du groupe TIGERS a été déterminée à partir de méthodes d'évaluation couramment pratiquées à l'occasion de cessions d'entreprises, à savoir :

- l'actualisation des free cash-flows d'exploitation ;
- la méthode analogique à partir des multiples de valorisation des sociétés comparables cotées ;
- la méthode analogique à partir des multiples implicites des transactions réalisées dans le secteur.

OCFA n'a pas retenu la méthode de l'actualisation des dividendes, qui est utilisée par les fonds d'investissement ayant un objectif de TRI fixé par leurs investisseurs et qui est peu pertinente dans le cas d'espèce.

De même OCFA n'a pas retenu la méthode de l'actif net réévalué, qu'elle a estimée également peu pertinente, les actifs de la société ayant une faible valeur de marché.

L'actualisation des free cash flows s'appuie sur un plan d'affaires qui a été établi par TIGERS selon les normes IFRS hors application de la nouvelle norme IFRS 16 relative à la comptabilisation des actifs en location.

Le plan d'affaires a été construit selon une approche « ascendante » et « descendante ». Les responsables et les équipes finances de chaque pays ont préparé des prévisions qui ont été consolidées au niveau du groupe. Une approche descendante a ensuite été adoptée pour obtenir une prévision de compte de résultat sur la période de 2021-2025, les pays recevant les lignes directrices relatives aux objectifs d'EBITDA, de chiffre d'affaires et d'évolution des coûts venant de la Direction Générale du groupe.

Ce plan d'affaires se fonde sur une croissance de l'EBITDA de 18,8% par an de 2021 à 2025, très sensiblement supérieure à celle qu'a connue la société sur la période 2016 à 2020. Cela a conduit OCFA à intégrer dans son évaluation les conséquences sur la valeur d'entreprise d'une décote de 20% sur les prévisions.

Les principales caractéristiques des paramètres utilisés pour l'actualisation des cash flows d'exploitation sont les suivants :

- le taux d'actualisation retenu est un coût moyen pondéré du capital qui s'élève à 12,75%. Il se fonde notamment sur :
  - un taux sans risque déterminé en fonction des pays dans lesquels TIGERS exerce son activité ;

- une prime de risque action qui prend en compte les niveaux de risques plus élevés constatés dans certains pays d'intervention de la société ;
  - une prime d'illiquidité qui est en ligne avec celle constatée chez les sociétés cotées de taille moyenne du secteur de la logistique.
- les cash flows de la dernière année du plan d'affaires ont été extrapolés sur les années suivantes sur la base d'un taux d'inflation moyen prenant en compte les pays dans lesquels TIGERS réalise son chiffre d'affaires.

S'agissant de la méthode de valorisation par les multiples boursiers des sociétés du secteur, l'échantillon retenu est composé de sociétés opérant dans les secteurs de la logistique, du fret ou exerçant les deux activités dont la capitalisation boursière est suffisante pour disposer de prévisions d'analystes financiers et d'une liquidité satisfaisante n'impactant pas leur cours de bourse.

Le multiple d'EBIT est l'indicateur de valorisation qui est apparu le plus significatif, les actifs immobilisés nécessaires aux activités logistiques pouvant être détenus en propre ou loués.

Enfin, s'agissant de la valorisation à l'aide des multiples implicites de transactions, les transactions sélectionnées relèvent des secteurs d'activité de TIGERS. En outre, seuls les multiples d'EBITDA et d'EBIT ont été retenus ; les multiples de chiffres d'affaires ont été écartés eu égard aux marges de TIGERS, plus faibles que celles des cibles sélectionnées.

Le conseil présente au final une évaluation centrale de la valeur d'entreprise à 75 millions d'USD.

Sur la base des chiffres arrêtés au 21 avril 2021, qui servent de base à la fixation du prix de cession, la valeur des fonds propres ressort à 16.045.611,70 USD et le prix de cession à 17.630.113,66 USD compte tenu de l'ajustement, prévu au contrat, sur le niveau du besoin en fonds de roulement.

VIII.- Conformément à l'article 27 I, deuxième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à fixer la valeur de la société cédée. Le troisième alinéa dudit article précise que les «évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés».

La Commission a noté les motifs pour lesquels le conseil a retenu comme références dans son évaluation, la méthode de l'actualisation des cash flows d'exploitation, celle des multiples boursiers et celle des multiples de transactions similaires. Elle estime que ces méthodes sont en effet adaptées pour apprécier la valeur d'un groupe de taille moyenne dans ce secteur d'activité.

La Commission estime également que la méthode de l'actif net réévalué et celle de l'actualisation des dividendes ne sont pas pertinentes eu égard aux spécificités de l'activité de TIGERS et à la stratégie d'investissement poursuivie par l'acquéreur.

S'agissant de la méthode de valorisation par l'actualisation des cash flows, les valeurs des paramètres utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise sont aussi des points auxquels la Commission a prêté une attention particulière.

Le taux d'actualisation retenu est un coût moyen pondéré du capital qui, eu égard à la taille de la société, s'élève à 12,75%. Le niveau des paramètres utilisés pour le déterminer permet de prendre en compte la taille et les caractéristiques commerciales et financières intrinsèques de TIGERS.

La commission a également pris en compte l'incidence d'un plan d'affaires décoté sur la détermination de la valeur d'entreprise de TIGERS, compte tenu d'une projection de l'EBITDA qui paraît élevée au regard des performances passées.

Plus généralement, les calculs de sensibilité de la valeur d'entreprise en fonction des niveaux des différents paramètres permettent de conforter la pertinence de la valeur finalement retenue.

S'agissant de la méthode de valorisation par les multiples boursiers des sociétés du secteur, les critères de sélection des sociétés de l'échantillon retenu sont pertinents au regard des caractéristiques de TIGERS. La commission a également constaté que le multiple d'EBIT était l'indicateur de valorisation le plus significatif, les actifs immobilisés nécessaires aux activités logistiques pouvant être détenus en propre ou loués.

Enfin, s'agissant de la valorisation à l'aide des multiples implicites de transactions, les transactions sélectionnées peuvent être comparées à la cession de TIGERS et le recours aux multiples d'EBITDA et d'EBIT est approprié.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments la valeur d'entreprise de TIGERS peut être correctement estimée à 75 MUSD.

Sur la base des états comptables arrêtés au 21 avril 2021, la valeur des fonds propres est correctement évaluée à 16.045.611,70 USD.

IX.- En application de l'article 27 II de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que le processus de cession qui lui a été décrit a été conduit par le vendeur de manière objective et dans le but d'obtenir de bonnes conditions financières et d'ouvrir des perspectives favorables au groupe TIGERS. Une seule offre ferme a été reçue : elle a été retenue en tant qu'elle répondait aux objectifs fixés à la cession.

X.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :



- la valeur des fonds propres de la société TIGERS est correctement évaluée à 16. 045.611,70 USD ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix de l'acquéreur a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession, et en particulier son prix, qui ne saurait être inférieur à 16. 045.611,70 d'USD, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société TIGERS.

Adopté par procédure écrite le 23 avril 2021 par M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bertrand SCHNEITER

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

---

Ministère de l'économie, des  
finances et de la relance

---

**Arrêté du**  
**autorisant le transfert au secteur privé de la société Tigers Limited**

**NOR :**

**Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,**

Vu l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment le titre III ;

Vu le décret n°2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son article 7 ;

La Commission des participations et des transferts entendue, et sur ses avis conformes n° [ ] recueilli le [ ] 2021 et n° [ ] recueilli le [ ] 2021, en vertu des dispositions des articles 26-II et [27](#) de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée,

**Arrête :**

**Article 1<sup>er</sup>**

La cession par la société GeoPost SA à la société Jas Worldwide Omni-Channel, LLC de 1 739 098 364 actions de la société Tigers Limited, soit 100 % du capital de Tigers Limited, selon les modalités prévues aux articles 2 et 3 ci-après, est autorisée.

**Article 2**

La cession s'effectue à un prix correspondant à la différence entre une valeur d'entreprise de 75 000 000 de dollars américains et le montant de la dette nette à la date de réalisation de l'opération, corrigée de la différence entre le niveau du besoin en fonds de roulement à la date de réalisation de l'opération et un niveau de référence fixé à 16 900 000 de dollars américains.

**Article 3**

La cession donne lieu au versement à la date de réalisation de l'opération d'un prix provisoire de 17 630 113,66 dollars américains. Ce prix fait le cas échéant l'objet d'un ajustement à la hausse ou à la baisse postérieurement à la date de réalisation pour tenir compte de l'écart entre les montants estimés et les montants définitifs à la date de réalisation de la dette nette et du

besoin en fonds de roulement de la société Tigers Limited, tels que ceux-ci ressortent des comptes de réalisation.

#### **Article 4**

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le

Bruno Le Maire