Boiron — l'offre ratée de 2024 a laissé une horloge dans le capital

Thèse « situation spéciale » : une famille à 79 % qui voulait sortir de la cote, un fonds entré dans la holding avec une clause de liquidité à 2029-2030, un titre qui cote 63 % du prix qu'ils ont eux-mêmes payé — et une trésorerie qui suffirait à financer la sortie.

BOI — FR0000061129 — Euronext Paris (Compartiment B) — éligible PEA / PEA-PME | Cours de référence : 24,90 € (17/09/2026, avant résultats S1) | Capitalisation : ~437 M€ | Trésorerie nette : 70,7 M€ | VE : ~366 M€ | 17 septembre 2026

1. Synthèse et lecture d'ensemble

En janvier 2024, Boiron Développement — la holding constituée par les deux branches de la famille Boiron avec l'investisseur américain EW Healthcare Partners — a tenté de sortir Boiron de la Bourse à 39,64 € par action (50 € dividende exceptionnel attaché). L'offre n'a recueilli que ~600 000 titres : la holding s'est arrêtée à **78,98 %**, loin des 90 % nécessaires au retrait obligatoire. Deux ans et demi plus tard, la société est toujours cotée, la famille n'a pas racheté une action de plus, et le titre s'échange à **24,90 €**, soit 37 % sous le prix que les initiateurs jugeaient juste pour eux-mêmes.

La thèse n'est pas d'abord fondamentale — l'homéopathie recule en France et la croissance vient des rayons grippe américains. Elle est capitalistique et contractuelle. Le pacte d'associés de la holding, rendu public dans la note d'information de 2023, contient une **clause de liquidité au bénéfice d'EW Healthcare Partners à horizon 6-7 ans** (octobre 2029 – octobre 2030), assortie, en cas d'échec, d'un **put sur la famille à un TRI de 12 %**. Une structure de ce type ne reste pas immobile : d'ici trois ans, quelqu'un doit organiser une liquidité — seconde offre, OPRA, cession industrielle — et chacune de ces issues déclenche une protection pour le minoritaire. Dans l'attente, l'actionnaire est payé : 5,4 % de dividende, 8 % de rendement de flux libre, 16 % de la capitalisation en cash.

39,64 €	78,98 %	2029-30	5,1×
prix de l'OPAS de janvier 2024 (50 € dividende attaché) — le cours actuel en représente 63 %	Boiron Développement depuis le 31/01/2024 — il manque ~1,75 M d'actions (10 %) pour le retrait obligatoire	fenêtre de liquidité d'EW Healthcare Partners (23,4 % de la holding) — put à TRI 12 % sur la famille	VE / EBITDA 2025 — PER 13,4×, P/B 1,1×, rendement 5,4 %, FCF yield ~8 %

Les cinq points à retenir

- **Le prix de référence est connu, et il est au-dessus du cours.** 39,64 € : c'est ce que la famille et EW ont payé pour le FCPE et les ~600 000 titres apportés, et la valeur à laquelle EW a souscrit 90 M€ dans la holding. Les banques présentatrices situaient alors le DCF entre 41,46 et 48,83 € dividende attaché (31,1 à 38,5 € détaché). L'EBITDA a certes reculé d'un tiers depuis (97,5 M€ en juin 2023, gonflé par les tests Covid, contre 71,7 M€ en 2025), mais le cours a fait davantage : −37 %.
- **La structure de la holding impose un événement.** Inaliénabilité jusqu'en octobre 2027, liquidité pour EW à 6-7 ans, put à 12 % de TRI. Sur 90 M€ investis, un TRI de 12 % sur six à sept ans représente 178 à 199 M€ à trouver pour la famille si aucune liquidité n'est organisée. La famille a donc intérêt à créer l'événement plutôt qu'à le subir — et les deux voies naturelles (seconde OPAS suivie d'un retrait, ou cession de la société) sont favorables au minoritaire.
- **Le seuil de 90 % est à portée de la trésorerie de Boiron elle-même.** Il manque ~1,75 M d'actions à la holding. Une OPRA de ~2,15 M d'actions (12 % du capital), à 25-30 €, coûterait 54 à 64 M€ — moins que les 70,7 M€ de trésorerie nette — et porterait mécaniquement Boiron Développement à 90 % du capital restant, sans qu'elle débourse un euro. Le précédent de 2024 montre ce que le marché accepte : à 39,64 €, seuls 15 % du flottant ont apporté.
- **ORFIM est le faiseur de roi.** Cette société d'investissement a franchi 5 % du capital le 13 octobre 2023, en pleine préoffre, en achetant sur le marché — donc au-dessus de 39 € — et n'a pas apporté. Elle détient un quart du flottant ; sans elle, une seconde offre devrait convaincre deux tiers du reste. Son comportement en 2023 est celui d'un actionnaire qui attend un meilleur prix.

- **Le plancher est épais et rémunéré.** 22,6 € de fonds propres par action, 4,1 € de trésorerie nette, aucune dette, 35,6 M€ de flux libre en 2025 (2,05 €/action), dividende porté de 1,20 à 1,35 €. Le risque de perte permanente est faible ; le risque est celui du temps.

> **Position analytique : accumulation patiente, asymétrie favorable, catalyseur non daté mais structurellement inévitable.** Notre valeur pondérée à 24-36 mois ressort à ~30 € dividendes compris (+20 %), avec un scénario baissier à ~21 € dividendes compris (−16 %) et un scénario d'événement à 33-35 €. Ce n'est pas le profil de North Atlantic : moins de levier, pas de supercycle, pas de date. C'est celui de GEA, avec une différence de taille : ici, le compte à rebours est écrit dans un pacte d'associés publié. Les résultats du S1 2026, ce soir, sont le premier test — la thèse ne dépend pas d'un semestre, mais un recul du cash ou de l'Amérique du Nord repousserait le calendrier. Zone d'accumulation : sous 26 € ; ordres à cours limité impératifs (1 000 titres par séance).

2. L'opération de 2023-2024 : anatomie d'un échec instructif

Paramètre	Détail
Initiateur	Boiron Développement SAS, constituée le 20 octobre 2023 par apport et cession des 69,85 % du concert familial (SODEVA — branche Jean Boiron ; SHB — branche Henri Boiron ; personnes physiques) et des 5,71 % du FCPE, plus une augmentation de capital de 90 M€ réservée à **EW Healthcare Partners** (23,41 % de la holding)
Prix	**50,00 € dividende exceptionnel attaché ; 39,64 € après détachement des 10,36 €** versés le 20 octobre 2023 à tous les actionnaires
Primes affichées (base 50 €)	+26,6 % sur le cours pré-annonce (39,50 €) ; +28,8 % sur les moyennes 20 et 60 jours ; +16,3 % sur 250 jours
Références d'évaluation	DCF par activité : 44,75 € central (41,46 – 48,83 €), CMPC 10,59 %, croissance 1,5 % ; comparables cotés : 51,67 € (indicatif) ; ANC : 31,7 € ; **transactions comparables à 13× l'EBITDA : 82,46 € — écartées comme « non pertinentes »**
Expert indépendant	BM&A (attestation d'équité)
Déroulement	Dépôt le 7 novembre 2023 ; avertissement sur résultats le 20 décembre 2023 ; conformité AMF le 9 janvier 2024 ; offre du 11 au 31 janvier 2024
Résultat	**~599 410 actions apportées** (15 % du flottant) ; Boiron Développement à **78,98 %** du capital ; pas de retrait obligatoire
Depuis	Participation inchangée au 31/12/2025 ; ORFIM toujours au-dessus de 5 % ; publications réduites au rythme semestriel ; convention de prestations holding → société maintenue (1,64 M€ TTC en 2025) malgré un vote négatif de l'assemblée sur les comptes 2023

L'échec est instructif à deux titres. D'abord, il fixe le comportement du flottant : à 39,64 €, dans un marché où l'action valait 29 € trois mois avant l'annonce, 85 % des minoritaires ont préféré rester — signe qu'une part importante du flottant est entre des mains patientes (ORFIM, fonds small caps, familles lyonnaises). Ensuite, il montre que la famille n'a pas voulu surenchérir : elle a accepté de rester à 79 % plutôt que de payer 45 ou 50 €. Elle rachètera quand ce sera bon marché — et à 24,90 €, c'est bon marché.

3. La holding : une horloge contractuelle

Associé de Boiron Développement	% de la holding	Ce qu'il détient économiquement
SODEVA (branche Jean Boiron)	53,50 %	~7,41 M d'actions Boiron par transparence
SHB (branche Henri Boiron)	16,50 %	~2,29 M d'actions
EW Healthcare Partners (Domino Fund 3)	23,41 %	~3,24 M d'actions — 90 M€ investis à 39,64 € par transparence
FCPE Boiron	6,59 %	~0,91 M d'actions

- **Dette de la holding.** OC 2023 de 85,4 M€ souscrites par SODEVA et SHB, sans intérêt jusqu'au 20 octobre 2025, puis **4 % l'an** (+ prime de non-conversion de 4 %), durée six ans. La holding perçoit ~18,7 M€ de dividendes Boiron par an au taux actuel (1,35 €) : la charge d'intérêts (~3,4 M€) et la convention de prestations (1,64 M€) sont couvertes, mais l'incitation à faire remonter davantage de cash est réelle.
- **Inaliénabilité de quatre ans** (jusqu'en octobre 2027), sauf transferts libres et clause de cession forcée (drag along).
- **Liquidité d'EW à 6-7 ans** (octobre 2029 – octobre 2030) par des « clauses classiques » — cession du bloc, introduction (sans objet, la société est cotée), rachat. **En cas d'échec, EW peut imposer à SODEVA et SHB le rachat de ses titres à un prix assurant un TRI de 12 %.** La note précise que ce TRI intègre la structure financière de la holding et « ne constitue pas un prix plancher, ni une garantie sur la valeur des actions Boiron ».

Ordre de grandeur du put : 90 M€ capitalisés à 12 % sur six à sept ans, c'est **178 à 199 M€**. Rapporté aux 13,86 M d'actions Boiron détenues par la holding, après remboursement des OC (~95 M€ avec intérêts), cela suppose une valeur de l'ordre de 60 € par action Boiron — que ni le marché ni le DCF de 2023 n'approchent. Autrement dit, le put est une menace crédible sur le patrimoine familial, pas un prix cible : c'est précisément pour cela que la famille a intérêt à organiser une liquidité *avant* 2029, à un prix qu'elle contrôle. Deux voies s'ouvrent à elle, et les deux passent par les minoritaires.

4. Les deux voies vers l'événement — et ce qu'elles valent pour le minoritaire

Voie 1 : atteindre 90 % puis retirer (seconde OPAS ou OPRA)

Élément	Actions	% du capital
Boiron Développement	13 857 518	78,98 %
Auto-détention (assimilée)	183 133	1,04 %
Total assimilé	**14 040 651**	**80,02 %**
Seuil de retrait obligatoire	15 790 867	90,00 %
Actions manquantes	**~1 750 000**	**~10,0 %**
Flottant hors auto-détention	3 504 757	19,98 %
dont ORFIM (déclaration 2023)	879 255	5,01 %

Seconde OPAS. Elle devrait recueillir la moitié du flottant — ou deux tiers du flottant hors ORFIM. Le précédent de 2024 (15 % d'apport à 39,64 €) indique qu'un prix inférieur à celui de 2024 n'y suffirait pas sans le concours d'ORFIM. Un prix de 32 à 35 € (prime de 30 à 40 % sur le cours, mais toujours 12 à 20 % *sous* le prix payé par la famille elle-même) serait difficile à faire attester par un expert indépendant compte tenu de la référence de 39,64 € ; un prix proche de 39-40 € rouvrirait le débat de 2024 avec un EBITDA inférieur d'un tiers. La voie est étroite, ce qui explique son immobilité depuis deux ans.

OPRA. Boiron rachète et annule ~2,15 M de ses propres actions (12,2 % du capital) : la participation de la holding passe mécaniquement à 90 % du capital restant, **sans qu'elle débourse un euro**, pour 54 M€ à 25 € ou 64 M€ à 30 € — inférieurs à la trésorerie nette de 70,7 M€. Le minoritaire qui apporte encaisse la prime ; celui qui n'apporte pas voit sa part relever et s'expose ensuite à une OPR-RO au même ordre de prix. C'est la voie économiquement rationnelle pour la

famille (Linedata, Gévelot, Prodways en sont des précédents), et la plus lisible pour l'AMF puisque la société elle-même en est l'initiatrice, avec l'expertise indépendante qui s'y attache.

Voie 2 : céder la société

Le pacte de la holding prévoit une liquidité d'EW par cession, avec drag along. Une cession de Boiron Développement — ou de Boiron — à un industriel de l'OTC ou de la santé naturelle transférerait le contrôle et déclencherait une **offre obligatoire aux minoritaires au prix du bloc**. Les banques présentatrices écartaient en 2023 les transactions comparables à 13× l'EBITDA (82 €) ; même à 8-9× l'EBITDA 2025, la valeur d'entreprise serait de 575-645 M€, soit 37 à 41 € par action trésorerie comprise. C'est le scénario le moins probable à court terme (une famille à la troisième génération vend rarement de gaieté de cœur), mais c'est celui que le put d'EW rend le plus rationnel à l'approche de 2029.

> **Ce que la famille peut faire sans les minoritaires — et qu'il faut surveiller.** Remonter du cash par un dividende exceptionnel (70 M€ de trésorerie = 4 € par action, dont 79 % reviennent à la holding) pour rembourser les OC ou racheter une partie d'EW ; laisser la convention de prestations (1,64 M€ TTC, coûts + 10 %) prospérer malgré le vote négatif des minoritaires en 2024 ; réduire encore l'information (déjà passée au rythme semestriel). Aucun de ces leviers ne détruit la thèse — un dividende exceptionnel est pro rata — mais ils en allongent le calendrier.

5. Analyse financière

En M€ (sauf %)	2024	2025	S1 2025	Lecture
Chiffre d'affaires	487,6	501,1	245,6	+2,8 % (+4,1 % tcc) ; S1 2025 +7,6 %
dont France / Europe hors France		−0,2 % / −2,7 %	+0,1 % / −3,9 %	Homéopathie à nom commun −5,6 % en France ; spécialités +4,2 % ; autres produits +11 %
dont Amérique du Nord / Autres		+14,4 % / +20,4 %	+23,1 % / +46 %	Le moteur : spécialités hivernales aux États-Unis, Asie, Brésil
Marge brute	73,6 %	73,0 %		Modèle à marge brute très élevée, coûts de promotion en hausse (+6,6 M€)
Résultat opérationnel	15,7	43,7	15,7	2024 grevé de 20,0 M€ de provision de réorganisation France ; marge 2025 : 8,7 %
EBITDA	**64,6**	**71,7**		**Contre 97,5 M€ LTM en juin 2023 (tests Covid)**
Résultat net	11,3	32,6	11,4	BPA ~1,88 € ; PER 13,4×
CAF / investissements	55,4 / 18,4	59,0 / 23,4	27,9 / 8,1	Flux libre ~35,6 M€ (2,05 €/action, ~8 % du cours)
Trésorerie nette	64,3	70,7	62,0	Aucune dette ; 4,1 €/action
Capitaux propres	378,1	392,8		22,6 €/action ; P/B 1,1×
Dividende	1,20 €	1,35 €		Rendement 5,4 % ; ~18,7 M€ remontent à la holding

Le point fort. Un modèle à 73 % de marge brute qui convertit : la CAF (59 M€) dépasse largement l'EBITDA retraité des éléments non récurrents, la trésorerie progresse malgré 23 M€ d'investissements et 21 M€ de dividendes. Sur trois ans, la société a distribué 10,36 € d'exceptionnel plus 1,20 et 1,35 € d'ordinaire sans entamer son bilan.

Le point faible. Le cœur historique — l'homéopathie à nom commun en France, déremboursée depuis 2021 — décline de 5 à 6 % par an, et la croissance dépend d'une saison grippale américaine par nature volatile et d'une réglementation FDA sur les produits homéopathiques qui s'est durcie. Le rebond 2025 est d'abord un effet de base (provision 2024). La valeur de Boiron est celle d'une rente à croissance faible, pas d'un compounder : c'est exactement ce que le multiple de 5,1× l'EBITDA reflète.

6. Valorisation : scénarios à 24-36 mois

Hypothèse	Baissier	C
Ce qui se passe	Aucune opération ; saison grippale faible, France en repli ; BPA ~1,5 €	Statu quo ; dividende maintenu ; re-rating lent vers 6× l'E
Méthode	PER 12× sur BPA dégradé	6× EBITDA 72 M€ + trésorerie
Valeur par action	~18 €	
Dividendes encaissés sur la période	~2,7 €	
Valeur totale pour l'actionnaire	**~21 €**	
Potentiel vs 24,90 €	**−16 %**	
Probabilité retenue	30 %	

Espérance pondérée : 0,30 × 21 + 0,40 × 32 + 0,30 × 34 ≈ ***30 €****, soit +20 % dividendes compris. Repères : DCF 2023 des banques présentatrices, dividende détaché, 31,1 – 38,5 € (central 34,4 €) sur un EBITDA supérieur d'un tiers à l'actuel ; 7× l'EBITDA 2025 + trésorerie = 33 € ; prix payé par la famille et EW = 39,64 €. La probabilité d'événement de 30 % à 24-36 mois est un jugement : la fenêtre contractuelle d'EW (2029-2030) rend l'événement très probable à cinq ans, moins à deux.*

La lecture est simple : le scénario baissier coûte 16 % dividendes compris, le central rapporte 28 %, l'événement 38 % — et l'événement n'est pas un pari sur la bonne volonté de la famille, mais sur un contrat qu'elle a signé. La faiblesse du dossier n'est pas l'asymétrie, c'est le temps : deux ans d'immobilité depuis l'offre ratée montrent que la famille ne fera rien avant d'y être conduite. Le rendement de 5,4 % est le prix de cette patience.

7. Catalyseurs

Échéance	Événement	Enjeu
17 septembre 2026 (soir)	Résultats du S1 2026	Tenue de l'Amérique du Nord (+23 % au S1 2025), marge, trésorerie. Un S1 en repli renforcerait paradoxalement la logique d'une offre à bas prix ; un S1 solide relève le plancher.
Mensuel	Déclarations de droits de vote ; franchissements de seuils	Tout achat de Boiron Développement ou d'ORFIM au-dessus de 79 % / 5 % est le premier signal tangible.
Avril-mai 2027	Résultats 2026, dividende, AG	Politique de distribution ; vote sur la convention réglementée ; éventuelle autorisation de programme de rachat élargi (prélude à une OPRA).
Octobre 2027	Fin de l'inaliénabilité des titres de la holding	Ouvre les réorganisations du capital de Boiron Développement (entrée d'un tiers, rachat partiel d'EW).
Octobre 2029 – 2030	Fenêtre de liquidité d'EW ; put à TRI 12 %	L'échéance structurelle : cession du bloc, seconde offre ou rachat par la famille.
Non daté	Cession industrielle	Offre obligatoire au prix du bloc ; le scénario le plus rémunérateur et le moins probable.

8. Risques

Risques liés à la situation

- **Le temps.** Rien n'oblige la famille à agir avant 2029 ; l'OPAS de 2024 a montré qu'elle préfère rester à 79 % plutôt que de payer. Le coût d'opportunité est partiellement compensé par le rendement.
- **Un événement à bas prix.** Une OPRA ou une seconde OPAS à 28-30 € serait « équitable » au sens d'un expert calé sur le cours et sur un EBITDA en baisse d'un tiers depuis 2023 ; le minoritaire qui a acheté sous 26 € gagne, celui qui espérait 39 € non. La référence de 39,64 € est un argument, pas une garantie.
- **Renégociation privée du pacte.** La famille peut racheter EW à l'amiable, financée par un dividende exceptionnel, et rester à 79 % indéfiniment. Le minoritaire touche sa part du dividende mais perd le catalyseur.
- **Gouvernance.** Convention de prestations maintenue malgré un vote négatif ; information réduite ; conseil dominé par la holding. Les leviers du minoritaire (AG, AMF, expertise) existent mais sont lents.
- **Liquidité.** ~1 000 titres par séance : la position se construit et se défait en semaines, pas en jours.

Risques fondamentaux

- **Homéopathie en déclin structurel** en France (déremboursement 2021, −5,6 % sur les noms communs en 2025) et sous pression réglementaire en Europe.
- **Dépendance à la saison grippale américaine** et à la tolérance de la FDA envers les produits homéopathiques OTC : le moteur de croissance est aussi le principal risque réglementaire.
- **Exécution du plan France** (provision de 20 M€ en 2024) et hausse des coûts de promotion ; marge opérationnelle de 8,7 % encore loin des niveaux d'avant 2019.

9. Conclusion

Boiron n'est pas un dossier de conviction fondamentale — c'est un dossier de structure. Une famille qui a voulu sortir et a échoué, un fonds qui a payé 39,64 € et qui a contractuellement le droit d'exiger sa liquidité en 2029-2030, un flottant réduit à 20 % dont un quart entre les mains d'un investisseur qui a refusé 39,64 €, et une société qui a dans sa caisse de quoi financer elle-même le franchissement des 90 %. À 24,90 €, l'actionnaire achète 22,6 € de fonds propres, 4,1 € de trésorerie, 8 % de rendement de flux libre et 5,4 % de dividende — et reçoit gratuitement l'option sur l'événement.

Ce qui nous ferait changer d'avis, à la hausse : un franchissement de seuil (Boiron Développement ou ORFIM), une résolution d'AG autorisant un programme de rachat significatif, ou un S1 confirmant la dynamique américaine — le scénario d'événement passerait de 30 à 50 %. **À la baisse :** un dividende exceptionnel massif suivi d'un rachat d'EW par la famille (le catalyseur disparaît), une dégradation réglementaire aux États-Unis, ou un recul de la trésorerie qui priverait la société de sa capacité d'OPRA.

En une phrase : un titre qui cote 63 % du prix payé par ses propres contrôlaires, dans une structure où quelqu'un devra bouger avant 2030 — le rendement paie l'attente, et chaque issue possible passe par une offre aux minoritaires.

> **Réserves.** Aucune nouvelle offre n'a été annoncée. Les clauses du pacte d'associés de Boiron Développement sont connues par leur description dans la note d'information de 2023 ; leurs termes exacts, la trésorerie et l'endettement actuels de la holding ne sont pas publics, et l'ordre de grandeur du put (178-199 M€, ~60 €/action Boiron) est une illustration, non une valeur cible. Les probabilités, multiples et calendriers sont des jugements de travail à challenger. Ce document est une analyse — pas un conseil en investissement ni une recommandation personnalisée. Investir en actions comporte un risque de perte en capital, particulièrement élevé sur une valeur peu liquide contrôlée à 79 %.

Sources principales : projet de note d'information de l'OPAS Boiron Développement (07/11/2023) et communiqué de dépôt ; décision de conformité AMF (09/01/2024) ; résultat de l'offre (BFM Bourse, 02/02/2024) ; rapport financier annuel 2025 (répartition du capital, franchissements de seuils, rapport spécial des commissaires aux comptes) ; communiqués Boiron résultats 2025 (02/04/2026) et S1 2025 (18/09/2025) ; déclaration des droits de vote au 30/06/2026 ; Option Finance (04/07/2023, 20/12/2023) ; BFM Bourse (13/10/2023) ; Décision Bourse (04/09/2026) ; Boursorama (cours au 17/09/2026). Détail complet dans « Boiron - Base de connaissance.md ».