

Environnement de prix tendus : quelles stratégies d'investissement privilégier ?

Tendances de marché - 4 janvier 2019

1



Jean-Yves Lagache
Managing Director - Investissements en Fonds
jyl@essling.com

Les principaux indicateurs du Private Equity témoignent d'un environnement de prix tendus. L'analyse des transactions réalisées par des gérants de buyout européens de notoriété nous permet toutefois de nuancer la situation et d'identifier les stratégies adéquates.

Points clés

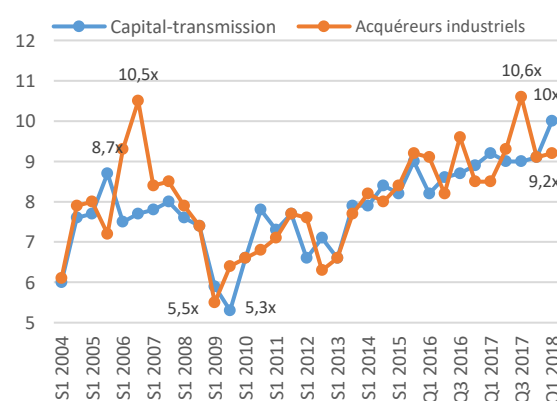
- Les principaux indicateurs du Private Equity font état d'une situation inédite en termes de valorisations, de capitaux disponibles à déployer et d'activité de marché ;
- Un contexte plus favorable au segment des PME (valeur d'entreprise entre 10 M€ et 75 M€) où l'on observe davantage d'opérations primaires avec une approche prudente de l'endettement ;
- En outre, la capacité d'un gérant à créer de la valeur à travers l'augmentation des résultats des sociétés (croissance interne, externe ou améliorations opérationnelles) ainsi que sa capacité à intervenir sur des situations complexes (hors des processus d'enchères) deviennent des éléments déterminants.

Des prix plus élevés que lors du précédent haut de cycle

Les acquisitions de sociétés non cotées réalisées par les fonds européens de buyout intervenant sur le « *mid market* » au sens large (VE comprise entre 15 M€ et 500 M€) ont culminé au premier trimestre 2018, avec des valorisations moyennes à 10 fois EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement). Un niveau jamais atteint lors du précédent haut de cycle en 2007.

Ces multiples d'acquisition sont comparables à ceux des transactions effectuées par des acquéreurs industriels et à ceux constatés sur les marchés financiers.

Multiples payés (VE / EBITDA historique)



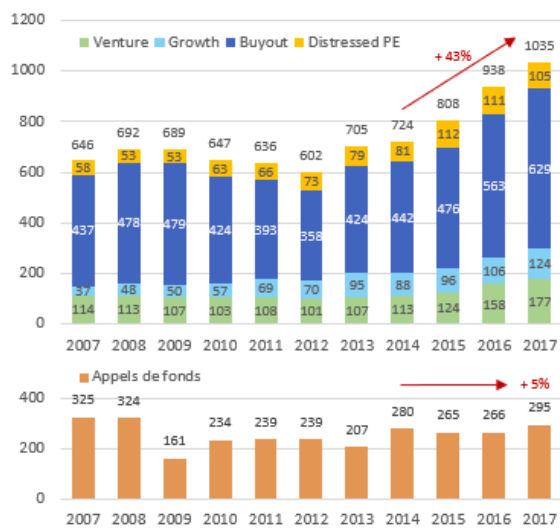
Source : Argos index, mars 2018

Une situation durable ?

Les prix d'acquisition des sociétés payés par les fonds d'investissement ne devraient pas baisser à court terme, pour 3 raisons :

- Les capitaux dont disposent les fonds augmentent fortement depuis plusieurs années alors que les investissements effectués progressent beaucoup plus lentement. Nous estimons que le stock de capital disponible (ou « *dry powder* ») représente entre 3,5 et 4 années d'investissements, un record.

Capitaux disponibles vs capitaux appelés (Mds \$)



Source : Preqin (juillet 2018), ThomsonOne (Q1 2018)

- Les grands gérants, qui captent une part importante de la collecte, lèvent des fonds dont la taille augmente significativement. En parallèle, on observe un allongement de la période d'investissement de certains de ces fonds, qui passe de 5 à 6 ans, ce qui traduit la difficulté anticipée à déployer les capitaux levés tout en maintenant une discipline de prix.
- Une nouvelle concurrence à l'achat provient des fonds qui ont des horizons d'investissements plus longs (« *long-term capital funds* ») et des grands investisseurs institutionnels qui interviennent désormais directement. Ces nouveaux acteurs ont des objectifs de rendement plus bas que ceux des fonds de Private Equity traditionnels et peuvent payer plus cher.

Une situation plus nuancée selon les segments de marché

Les statistiques de marché donnent des indications intéressantes sur les prix moyens payés et leur évolution dans le temps mais ne distinguent toutefois pas les segments de marché.

Nous avons donc recueilli auprès d'un échantillon de gérants de buyout européens de notoriété des informations sur les prix et niveaux de levier des transactions qu'ils ont effectuées récemment (2017 et 2018). Sur plus de 130 transactions répertoriées, on peut ainsi clairement observer une hiérarchie des prix et des leviers en fonction de la taille des sociétés.

Sélection de transactions récentes (2017-2018)

	Upper-Mid & Large Cap (EV > 250 M€)	Lower-Mid Cap (75 M€ < EV < 250 M€)	Small Cap (10 M€ < EV < 75 M€)
# transactions	44	46	47
Multiple d'acquisition moyen	11,8x	9,3x	7,1x
[Min ; Max]	[6,3x ; 19,1x]	[5,2x ; 15,4x]	[2,4x ; 13,7x]
Levier d'acquisition moyen	5,3x	3,7x	2,5x
[Min ; Max]	[1,6x ; 7,7x]	[0,1x ; 6,2x]	[0,1x ; 6,1x]

Source : Essling Capital

Les transactions sur les PME (valeur d'entreprise entre 10 M€ et 75 M€) ont été conclues sur des niveaux de valorisation restés modérés (autour de 7x EBITDA) et avec un niveau d'endettement faible (autour de 2,5x en moyenne). En effet sur ce segment de marché on voit davantage d'opérations primaires pour lesquelles les dirigeants préfèrent une approche prudente de l'endettement.

A l'opposé du spectre, les grosses ETI et les entreprises de taille plus élevée (valeur d'entreprise supérieure à 250 M€) ont été acquises en moyenne autour de 12x EBITDA et les fonds d'investissement ont eu recours de manière substantielle à l'endettement (plus de 5x EBITDA en moyenne). Ces investissements sont plus vulnérables à une baisse de rentabilité ou à une baisse des valorisations au moment de la cession. En revanche, si le cycle haussier perdure suffisamment longtemps l'effet de levier dopera le rendement de ces investissements.

Conclusion :

Ces observations nous permettent de formuler 3 recommandations :

- Ne pas négliger la partie inférieure du marché qui présente actuellement moins de risques que la partie supérieure. Il existe d'excellents fonds d'investissements en Europe qui ciblent les PME et ont démontré leur capacité à générer des rendements solides avec un recours modéré à l'effet de levier ;
- Quelle que soit la taille des fonds et le segment, privilégier les gérants ayant une capacité à accompagner les sociétés dans leur stratégie de croissance interne et externe et d'amélioration opérationnelle, car la création de valeur viendra de l'augmentation des résultats des sociétés plus que d'un effet prix ;
- Accorder une place significative de l'allocation Private Equity à des gérants spécialisés sur les situations complexes qui leur permet d'acquérir les sociétés hors des processus d'enchères à des prix moyens inférieurs à ceux du marché. La complexité peut venir du contexte de la transaction (ex. actionnariat dispersé ; sorties de cote ; « carve out » d'activités non stratégiques de groupes ; acquisitions simultanées), du management qu'il faut compléter ou introduire (ex. sociétés familiales où il faut organiser la succession du fondateur ; sociétés sous performantes où il faut changer le management), d'un repositionnement stratégique qu'il faut opérer (ex. industries en mutation ; recentrage et redéploiement d'activités) ou des restructurations financières ou opérationnelles qu'il faut mener (ex. restructuration du bilan ; réduction de la base de coûts).



Biographie



Jean-Yves Lagache

Managing Director - Investissements en Fonds

jyl@essling.com

Jean-Yves, 56 ans, rejoint Essling Capital en 2017 après 22 années passées au sein d'Amundi notamment en tant que responsable des investissements dans l'équipe de sélection de fonds de Private Equity depuis 2007.

Il a débuté sa carrière au sein du Groupe Sodexo, puis du Groupe Suez.

Diplômé de l'ESSEC, Jean-Yves est titulaire d'un DESCF et d'une maîtrise en droit et est analyste financier.

Ce document d'information est un point de vue d'Essling Capital. Il a pour objectif d'informer ses lecteurs de manière générale et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement ou un quelconque démarchage.

Pour toute information complémentaire, veuillez nous contacter à l'adresse suivante : ir@essling.com



À propos d'Essling Capital – www.esslingcapital.com

Créée en 2017 et dirigée par Michele Mezzarobba, Essling Capital est une société de gestion indépendante spécialisée dans le capital-investissement. Essling Capital gère et conseille plus de 1 milliard d'euros en Europe et à l'international. Grâce à son réseau international, Essling Capital propose à ses investisseurs des solutions d'investissements innovantes et de premier plan. Essling Capital est agréée par l'AMF, agrément n°GP – 17000016. Essling Capital s'adresse uniquement à des investisseurs professionnels. Veuillez-vous reporter aux mentions légales présentes sur le site internet pour plus de précisions sur les risques inhérents aux investissements et les politiques mises en place par la société.