

Actualité

M&A et Private Equity

Les multiples s'envolent

De nombreuses entreprises européennes cotées et non cotées affichent aujourd'hui une valorisation historiquement élevée. Pour la plupart des acquéreurs, l'envolée des prix se justifierait par la bonne santé des cibles et la forte concurrence entre acheteurs. Mais alors que les leviers d'endettement tendent également à augmenter, certains spécialistes en M&A et LBO jugent la dynamique actuelle intenable, notamment en cas de remontée marquée des taux d'intérêt.

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Dossier Spécial Financier



■ **M&A ET PRIVATE EQUITY**
Les multiples s'envolent p.12

■ **TROPHÉES FINANCIUM**
Qui sera le directeur financier de l'année 2017 ? p.18

■ **CARRIÈRE**
Un champ d'action élargi pour le directeur financier p.46

C'est la question que se posent tous les acquéreurs européens, tant industriels que financiers : quand s'arrêtera l'inflation des valorisations des entreprises ? La flambée actuelle des prix laisse, il faut dire, à tout le moins songeur. A la fin du troisième trimestre 2017, ceux des PME non cotées ont en effet touché un nouveau sommet en Europe. En septembre, le ratio moyen valeur d'entreprise sur Ebitda est monté à 9,5, selon le dernier indice publié par Argos-Soditic et Epsilon Research, dépassant ainsi le précédent record atteint momentanément il y a un an (9,2) et le pic d'avant-crise (9,1 fois mi-2006). Signe de cet emballement : KKR vient par exemple de se désengager de l'éditeur norvégien de logiciels Visma pour un montant valorisant ce dernier 18 fois son Ebitda ! De quoi alimenter les préoccupations de certains

Capital-investissement : des stratégies différentes pour renouveler les portefeuilles

Dans un environnement marqué par un nombre d'actifs à vendre insuffisant pour satisfaire la demande, les fonds de capital-investissement éprouvent des difficultés à renouveler leurs participations.

● Dans ce contexte, certains cherchent donc à élargir leur horizon de placement. C'est ainsi qu'Initiative & Finance est entré en septembre dernier au capital du cabinet Valtus. Une première dans le secteur du management de transition. De la même manière, 123 IM et Entrepreneur Venture viennent de s'associer au groupe de spectacles Pascal Legros pour reprendre, en tant que minoritaires, le théâtre Edouard VII. D'après des spécialistes, d'autres incursions dans de nouveaux domaines seraient

à l'étude chez plusieurs sociétés de gestion.

● A défaut de se positionner sur des opérations primaires, certaines d'entre elles optent à l'inverse pour des «serial LBO». En octobre, le groupe de pressing 5àSec et le producteur d'instruments médicaux et de réactifs pour diagnostics in vitro Sebia ont par exemple fait l'objet de leur... cinquième rachat avec effet de levier ! Des cas loin d'être isolés, plusieurs fonds venant de boucler des LBO tertiaires et quaternaires. De quoi susciter des inquiétudes dans la profession. «A force d'enchaîner les LBO, il arrive un moment où l'entreprise, chargée de dette, ne peut plus générer de croissance, ce qui est susceptible de mettre en péril le montage», pointe Alexandre Azoulay, chez SGH Capital.

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Alors que la progression de la dette des entreprises européennes inquiète la Banque centrale européenne, l'institution monétaire a demandé cette année aux établissements bancaires de limiter le levier d'endettement des sociétés financées à 6 fois l'Ebitda.

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Signe de l'insuffisance de transactions primaires sur le marché français du private equity, 5àSec et Sebia viennent en octobre dernier de faire l'objet d'un cinquième LBO.

investisseurs. «Depuis plusieurs mois, nous nous demandons sans cesse si nous ne sommes pas en présence d'une bulle», confie Alexandre Azoulay, fondateur et gérant du fonds venture franco-américain SGH Capital.

De tels doutes ne se limitent pas au segment du non-coté. Alors que de nombreux groupes voient aujourd'hui leur cours se traiter à son plafond historique, les multiples de valorisation s'inscrivent à des niveaux élevés. «Le ratio cours boursier sur bénéfices (PER) des sociétés de la zone euro pour leurs revenus attendus lors des douze prochains mois s'établit actuellement à 14,8, contre une moyenne historique à 14,1, constate Roland Kaloyan, responsable de la stratégie actions européennes chez Société Générale CIB. Si ce seuil reste très inférieur à celui en vigueur au moment de l'éclatement de la bulle Internet (autour de 26), il dépasse en revanche celui enregistré en 2006, avant le début de la crise, quand le PER moyen avoisinait 13.»

Une liquidité durablement abondante

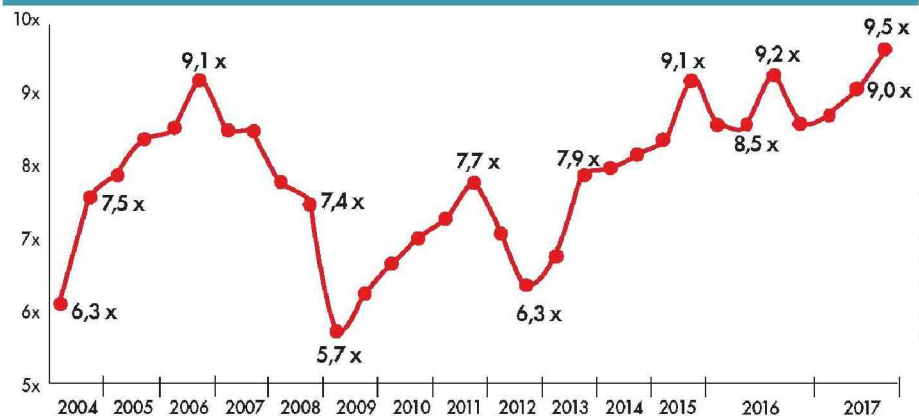
Entretenu essentiellement par l'excès de liquidités dont disposent les acheteurs, cette tendance a vocation à se poursuivre. Parmi les investisseurs professionnels, tant en dette qu'en capital, l'offre devrait rester durablement abondante. «Les fonds parviennent à collecter des montants importants dans des délais extrêmement

courts, souligne Jean-Christel Trabarel, associé-fondateur du cabinet de conseil Jasmin Capital. Dans la mesure où ce cash mettra le plus souvent cinq années à être investi, la concurrence entre les acquéreurs va demeurer intense. La pression haussière sur les prix ne devrait donc pas retomber de sitôt.» Du côté des industriels, les fondamentaux sont identiques. A fin 2016, les seules entreprises du SBF 120, hors finan-

cières et foncières, détenaient une trésorerie cumulée de près de 300 milliards d'euros. Une manne qui permet aux groupes de se montrer très offensifs sur le front de la croissance externe et, ainsi, d'alimenter la hausse des prix.

Autre conséquence de cet afflux de cash : l'endettement des entreprises ne cesse d'augmenter. C'est naturellement dans le capital-investissement que ce mouvement est le plus marqué.

Le multiple moyen mesurant la valeur d'entreprise sur l'Ebitda des PME européennes non cotées a atteint un plafond inédit



«Alors que le levier d'endettement moyen s'établissait à 4 fois en 2012, il est monté depuis de manière continue, pour s'établir à 4,8 fois», observe Jérôme Brunet, associé private equity chez Bain. Or ce chiffre masque d'importantes divergences. Selon des spécialistes, plusieurs dossiers ont ainsi récemment été bouclés avec un multiple d'endettement excédant 10 fois ! Dans la mesure où de nombreuses sociétés ont notamment accéléré depuis quelques années leur croissance externe, cette dynamique est générale. Selon la Banque de France, les sociétés domestiques, toutes tailles et typologies confondues, affichent en effet un taux d'endettement moyen rapporté à leur valeur ajoutée de 135 %, supérieur à la moyenne de la zone euro qui avoisine 120 %, et surtout en progression de près de 40 points en vingt ans !

Une structure de coûts améliorée

Il n'en fallait pas plus pour amener les plus hautes autorités à tirer la sonnette d'alarme. Après

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

«Les acheteurs ne disposent pas d'un recul suffisant pour savoir si les transactions finalisées au cours des derniers mois constituent des dossiers solides.»

Alexandre Azoulay, gérant, SGH Capital

le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, quelques mois plus tôt, c'est Benoît Cœuré, membre du directoire de la Banque centrale européenne, qui a publiquement pointé du doigt, début novembre, l'accroissement rapide de la dette des entreprises françaises... A en croire certains opérateurs de marché, de telles appréhensions sont loin d'être infondées. «A ce stade, les acheteurs ne disposent pas d'un recul suffisant pour savoir

si les transactions finalisées au cours des derniers mois, sur la base de niveaux de valorisation et/ou de dette significatifs, constituent des dossiers solides, confirme Alexandre Azoulay. Par exemple, en début d'année, le fabricant américain de machines à jus de fruits Juicero avait levé 100 millions de dollars, soit le quart de sa valorisation. Huit mois plus tard, cette start-up faisait faillite. La dernière fois que l'on a assisté à un cas de figure semblable, c'était

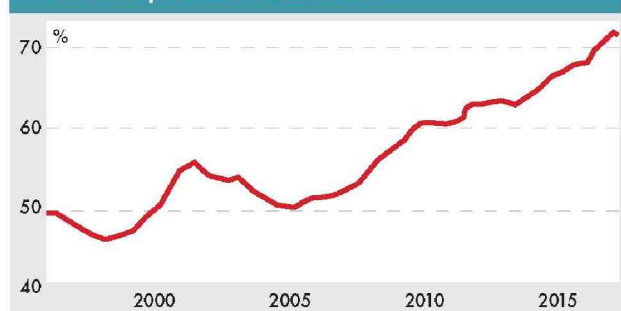
en 2001 !» Si de telles mésaventures pourraient, de l'avis général, apparaître en Europe, le parallèle avec les périodes d'avant-crise de 2000-2001 et de 2007 semble néanmoins aux yeux de beaucoup exagéré. D'abord, l'environnement économique est sensiblement différent. «Alors que l'on sortait pendant ces années-là d'une période de croissance soutenue, les Ebitda étaient au sommet, rappelle Thierry Timsit, managing partner chez Astorg. Même si le cycle de reprise actuel est ininterrompu depuis 2011, le rythme de croissance est beaucoup plus modéré. A ce titre, le potentiel de croissance des résultats pour les prochaines années demeure, toutes choses égales par ailleurs, significatif.» Ensuite, la solidité des entreprises a eu tendance à se renforcer. «Depuis la crise, celles-ci ont dans l'ensemble effectué un travail important pour réduire et variabiliser leurs coûts, témoigne Emmanuel Régniez, codirecteur de l'activité banque d'investissement en France chez Citi. Les sociétés sont donc glo-

Des montages financiers de plus en plus agressifs

- Si les leviers de dette sur Ebitda sont depuis plusieurs années orientés à la hausse dans les rachats sous LBO, l'architecture des montages financiers tend pour sa part à rester équilibrée. «Dans les LBO mis en place avant 2008, la part des fonds propres était le plus souvent très minoritaire, celle-ci pouvant tomber à 30 % du montant de l'acquisition, rappelle Jean-Christel Trabarel, associé-fondateur du cabinet de conseil Jasmin Capital. Aujourd'hui, la répartition entre l'equity et la dette s'établit dans un rapport égal à ou proche de un pour un.»
- En revanche, le profil de la dette a sensiblement évolué. «Depuis plusieurs mois déjà, la grande majorité des transactions, y compris sur le segment des small caps, sont financées avec de la dette intégralement remboursable in fine», observe Sébastien Boulard, chez Sofimac Régions. Autre caractéristique : la documentation de ces emprunts est extrêmement flexible. «La plupart du temps, celle-ci n'a en effet aucun covenant», confirme Emmanuel Régniez, chez Citi.
- Or cette modalité est à double tranchant. «En cas de ralentissement de l'activité, l'entreprise subira moins de pression de la

part de ses créanciers, ce qui lui laissera davantage de marges de manœuvre pour traverser cette phase délicate», approuve Thierry Timsit, associé chez Astorg. D'autres spécialistes se montrent plus réservés. «En ne fixant pas de limite, il y a un risque que l'entreprise réagisse trop tard et, ainsi, que son endettement devienne intenable», redoute l'un d'eux.

La dette des entreprises françaises rapportée au PIB n'a jamais été aussi élevée



blement mieux armées pour faire face à un éventuel choc macroéconomique. Les valorisations en tiennent compte.»

Une forte sensibilité aux taux d'intérêt

Enfin, et surtout, les conditions d'endettement du moment n'ont strictement rien à voir avec celles qui prévalaient avant la crise. «Certes, les leviers d'endettement augmentent, mais les entreprises empruntent depuis quelques années à des taux historiquement bas, insiste Jérôme Brunet. En conséquence, leur capacité de remboursement ne s'en trouve pas dégradée pour autant, loin de là.» Par exemple, la dette mezzanine, qui pouvait être rémunérée au-delà de 15 % avant 2007, a dans de nombreux dossiers été remplacée par de la dette unitranche, dont le coût peut aujourd'hui tomber jusqu'à 6 %. La baisse des taux d'intérêt depuis 2012 a d'ailleurs été telle que l'évolution

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Roland Kaloyan,
responsable de la
stratégie actions
européennes,
Société Générale CIB

des valorisations des entreprises peut sembler, en comparaison, «modérée». «Entre 2007 et maintenant, le taux midswap 10 ans a été divisé par près de huit dans la zone euro, passant de 4,3 % en moyenne annuelle à 0,56 %, informe William Higgons, spécialiste en petites et moyennes entreprises françaises et gérant

«Le ratio cours boursier sur bénéfiques des sociétés de la zone euro pour leurs revenus attendus lors des douze prochains mois s'établit actuellement à 14,8, contre une moyenne historique à 14,1.»

du fonds Indépendance et Expansion. Entre-temps, le PER moyen n'a progressé "que" d'un tiers environ, alors que traditionnellement cet indicateur est inversement corrélé aux taux d'intérêt. Partant de ce constat, les prix actuels peuvent être jugés rationnels.» Avec un bémol toutefois : les

grandes banques centrales, en premier lieu la Fed et la BCE, sont actuellement engagées dans un processus de normalisation de leur politique monétaire. Or il n'est pas impossible que ce virage vienne perturber le marché. «En cas de remontée rapide et marquée des taux, de nombreuses sociétés pourraient se retrouver sous pression», admet Sébastien Boulard, chez Sofimac Régions. Beaucoup de spécialistes en M&A et en LBO considèrent que les institutions centrales, conscientes des risques inhérents à un tel scénario, agiront avec prudence et lenteur. Méthode Coué ? «C'est lorsqu'on se convainc que quelqu'un assurera quoi qu'il en soit nos arrières que les dérives s'accroissent, jusqu'à la catastrophe», prévient un banquier. Le krach des valorisations n'est peut-être pas pour demain. Mais quid d'après-demain ? ■

Arnaud Lefebvre
@ALefebvre_of

La décote entre les marchés actions européen et américain proche de sa moyenne historique

- Le marché actions européen affiche actuellement une décote significative par rapport à son pendant américain. «Alors que le ratio cours sur bénéfiques (price earning ratio, ou PER) des valeurs américaines (indice MSCI USA) pour les douze mois attendus s'établit actuellement à 18,3, celui des valeurs européennes (MSCI Europe) pointe à 14,8», signale Roland Kaloyan, responsable de la stratégie actions européennes chez Société Générale CIB.
- Selon de nombreux investisseurs, l'existence d'un tel écart laisse à penser que les valeurs européennes, malgré une solide performance cette année (+ 21,6 % depuis janvier pour le MSCI Europe), devraient continuer de croître. Certains spécialistes nuancent toutefois ce constat. «En considérant que le cours des actions américaines demeure inchangé, il suffirait d'une

progression limitée du prix des valeurs européennes, à savoir + 3,5 %, pour que la décote de ces dernières – retraitée des biais sectoriels – revienne à sa moyenne

des quinze années précédentes, poursuit Roland Kaloyan. Le marché européen recèle certes toujours un potentiel haussier, mais celui-ci semble limité.»

