

05  
Octobre 2023



# LES RENCONTRES D'EXPERTS **LBO Smid-Cap**



Chez Lamartine, 143 Bd Haussmann 75008 Paris

## PRIVATE EQUITY: QUELS LEVIERS pour continuer à croître en 2023?



**Entourés de conseils clés, deux chefs d'entreprise du secteur de la santé et le Fret ont accepté de nous livrer leur quotidien dans un environnement économique moins favorable. Loin de sombrer dans le pessimisme, ils accélèrent au contraire leur stratégie de croissance via des Build-Up notamment. Morceaux choisis de débats animés et teintés d'optimisme.**

**MdA : Dans quelle mesure le Small-Cap est toujours épargné par la baisse d'activité de ces derniers mois ?**

**Fabrice Huglin, Nexia S&A :** D'un point de vue macroéconomique, on peut rappeler que l'on avait connu ces dernières années beaucoup de crises et on se demandait quand est-ce que le marché allait réagir à la baisse. Entre les problématiques d'approvisionnement, la hausse du coût des matières et du fret, la hausse des taux d'intérêt, la crise sanitaire ..., les entreprises ont été mises à rude épreuve. Même si la majorité de ces facteurs semblent s'être stabilisés, il reste à minima la

problématique inflationniste et la rareté des ressources humaines. En d'autres termes, les nuages se sont accumulés et le temps commence à tourner à l'orage. Dans ce contexte, la croissance des entreprises dans certains secteurs commence à ralentir.

Dans ce contexte, en ce qui concerne l'activité du Transactions Services, le Large Cap est directement impacté et l'on ne voit plus beaucoup d'opérations. Pour le Mid Cap le nombre d'opérations diminue également. Le Small Cap semble un peu plus épargné. Par ailleurs, les investissements qui portent sur l'enseignement, la formation, la santé, la transformation numérique avec

l'avènement du digital et l'intelligence artificielle sont toujours d'actualité. Le cabinet a la chance d'avoir une réelle expertise dans ces secteurs et est positionné sur le small et mid cap. De ce fait, nous avons un pipe assez rempli. De plus, nous avons la chance d'intervenir tant pour les fonds d'investissement que pour les corporate et depuis quelques mois, nous intervenons davantage sur des build up pour le compte des corporate. Il faut également noter une tendance à la diminution des valorisations.

**Thomas Claverie, Oderis :** Je partage l'analyse faite. Chez Oderis, avec une centaine de dossiers, le volume est

### Fabrice Huglin

- Fabrice Huglin est associé de Nexia S&A, en charge du département Transaction Services aux côtés d'Olivier Lelong et d'Hervé Teran. Il intervient pour des PME et ETI, principalement dans le domaine des services, de l'industrie et de la distribution. Il a plus de 20 années d'expérience professionnelle et a conseillé plus d'une trentaine d'opérations en 2022, Aca Nexia ayant participé à plus de 140 opérations en 2022.
- Il développe depuis plusieurs années une expertise dans le domaine de l'enseignement supérieur privé en qualité de conseil et pour des missions de due diligence.
- A travers plusieurs échanges et séjours auprès de membres étrangers du réseau Nexia, il a acquis une expérience internationale, dont il fait profiter les groupes français qui souhaitent s'implanter à l'étranger.



globalement resté le même depuis le début de l'année mais avec un mix différent puisque les build-ups ont permis de compenser la baisse des deals PE. Ainsi le build-up représente près de 25% de notre nombre de deals contre 10% l'année dernière. Cela s'explique notamment par l'attentisme dans les opérations de LBO. Du coup, les investisseurs travaillent les entreprises de leur portefeuille et les aident à se renforcer, d'autant que la période offre de belles opportunités. On observe également une légère baisse des valorisations de l'ordre de 10% environ avec un effet de polarisation aux extrêmes. Les très beaux actifs demeurent autant valorisés, voire plus. Si l'activité reste aussi soutenue que l'an passé, les process patinent plus, ils sont plus longs et fastidieux, voire se figent ou sont reportés dans certains cas. La revue du current trading et des indicateurs avancés business font l'objet de la plus grande attention. Enfin on note également le retour en force des clauses d'ajustement de prix (earn-out...). Dans nos métiers la

période reste très enrichissante car on ressent encore plus le besoin de nos clients de s'appuyer sur nos analyses,

**“Le Small Cap semble à peu près épargné. On a de belles valeurs sur l'enseignement, la formation, l'intelligence artificielle, cela va bouleverser nos métiers. On a quand même un pipe assez rempli et on a la chance d'être assez équilibré entre les fonds et les corporate. Les fonds commencent à avoir du mal à lever des fonds et les corporate prennent désormais la main dans les process.”**

Fabrice Huglin

de bien comprendre les ajustements d'EBITDA et de dette nette ainsi que les enjeux liés à l'inflation (marge...) dans un environnement mouvant. C'est vraiment intéressant et constructif. Après il est difficile de prévoir l'activité future. Sans vouloir jouer les Cassandre on sent que l'on est dans une période d'atterrissage. Les indicateurs macroéconomiques marquent le pas. L'indice de confiance des entreprises est au plus bas depuis 3 ans. La consommation des ménages est en train de ralentir et le PIB reste très stable depuis déjà 4 trimestres. Après si on prend un peu de hauteur, on peut relativiser ce ralentissement car nous avons également vécu deux années de tous les superlatifs. C'est sans doute salvateur de ralentir un peu afin d'éviter la surchauffe. Mon sentiment c'est que l'on est en train d'atterrir et que le segment Small-Smid devrait continuer à mieux résister et à offrir de belles opportunités.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Je suis d'accord avec ce qui



### Thomas Claverie

- Thomas Claverie est associé Transaction Services et responsable de la practice LBO chez Oderis.
- Thomas a accumulé plus de 20 années d'expérience en Transaction Services dans un premier temps sur le segment Large Cap pour se spécialiser ensuite sur le segment Small-Smid depuis 2014 chez Oderis. Il travaille sur un large spectre sectoriel de l'Agroalimentaire au BTP en passant par la Santé, l'Education, le Retail et le service BtoB aux entreprises.
- Sur ces dernières années le cabinet Oderis s'est fortement développé en région d'une part (Lyon, Bordeaux et Nantes) mais également via de nouvelles practices (Recovery, Transformation et Evaluation) et continue son développement avec les lancements récents d'un bureau à Madrid et d'une practice ESG. Fort de ses 150 collaborateurs le cabinet a été reconnu leader en nombre de transactions sur ses segments de prédilections en 2022 (LBO, Small-Smid).

a été dit, cependant, il est difficile de généraliser, car la performance des Small-Caps dépend fortement du secteur et de la situation économique spécifique. Cependant, de manière générale, les Small-Caps peuvent être plus volatiles et réactifs aux changements économiques que les grandes capitalisations boursières. Elles ont parfois une exposition plus importante à des marchés locaux ou à des secteurs spécifiques, ce qui peut les rendre plus sensibles à des événements économiques ou à des baisses d'activité. Historiquement, nous intervenons entre le signing et le closing et nos missions durent quelques semaines. Du fait du contexte macroéconomique, nos missions peuvent s'étendre sur plusieurs mois et nous obligent à refaire tourner nos modèles. Les résultats évoluent et les acteurs sont de plus en plus attentifs aux variations de valeurs.

**“Chez Oderis, on fait autant de dossiers que l'année dernière avec sans doute plus de build up. Ils représentent 20/25% de notre activité cette année contre 10% l'an passé. Cela s'explique par l'attentisme dans les opérations de LBO. Du coup, les investisseurs travaillent plus en profondeur leur portefeuille en donnant la priorité à la croissance externe et à la cristallisation de la valeur sur laquelle nos équipes Transformation prennent le relais aux côtés du Management.”**

Thomas Claverie

**MdA : Marc, vos adhérents chez France M&A partagent ce sentiment ?**

**Marc Sabaté, France M&A :** On est en train de vivre une certaine déconnexion entre les opérations M&A et celles en LBO. Pour ces opérations de LBO, les dernières statistiques font état d'une baisse de 30% en Europe avec une valeur moyenne des deals qui a énormément chuté. On serait passé d'une valeur moyenne de 150 M€ à une valeur médiane de 30 M€ ! C'est en phase avec ce qui a été dit précédemment sur le tarissement des plus gros deals LBO notamment lié à la hausse des taux et la baisse de volume de crédits. Si on prend le marché global, M&A et LBO, on est à -20% pour ce premier semestre. Mais au deuxième trimestre, l'activité uniquement M&A ne fléchit que de 15%. Le marché est en train de rebondir sur la partie M&A notamment grâce aux opérations sur le marché Small et

### Marc Sabaté

- Marc Sabaté est Associé Fondateur & Directeur Général du groupe In Extenso Finance, qui regroupe depuis 2013 les activités Corporate Finance au sein du groupe In Extenso. Il est également président de l'association CNEF France M&A depuis février 2022.
- Label de qualité, France M&A réunit les conseils qui accompagnent les entreprises et les entrepreneurs dans leur projet de haut de bilan et donne de la visibilité à cette profession de conseil en transmission et en financement d'entreprise. Les professionnels apportent ainsi un haut niveau d'expertise, de déontologie et de confidentialité aux entrepreneurs et aux chefs d'entreprise (TPE, PME et ETI) et à leurs opérations.
- Elle compte près de 200 cabinets et 500 professionnels pour plus de 500 opérations réalisées, en 2022, représentant près de 15 milliards de valorisation.



Mid Cap. Cette dynamique s'explique par plusieurs facteurs structurants. Déjà ce marché reste dynamique car il y a toujours des dirigeants de PME qui ont besoin de transmettre leur entreprise et ne peuvent décaler les opérations indéfiniment. En outre, en France, certains secteurs sont de plus en plus engagés dans la consolidation de leurs marchés (besoin de taille critique). Et enfin, il y a une nécessité pour les fonds de créer de la valeur via ces opérations de “buy & build”. Après sur les valorisations, cela dépend vraiment des secteurs, avec une prime sur les opérations “green” qui sont recherchées.

**MdA : Olivier Renault, vous faites plus de 200 dossiers par an sur le Small Cap. La typologie des dossiers a-t-elle changé et dans quelle mesure les process s'allongent-ils ?**

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Oui je m'inscris dans ce qui s'est dit. Chez Lamartine Conseil, nous

sommes un peu plus en amont des

**“La valeur moyenne des deals a énormément chuté. On serait passé d'une valeur moyenne de 150 M€ à une valeur médiane de 30 M€ ! Au deuxième trimestre, l'activité M&A seule (hors opérations de LBO) ne fléchit que de 15%. Le marché est donc en train de rebondir sur la partie M&A notamment grâce aux opérations de build-up sur le Small et Mid Cap.”**

Marc Sabaté

dossiers. Notre sentiment c'est que le Smid Cap tient plutôt bien. Lamartine

a traité environ 230 dossiers l'an passé et aujourd'hui nous approchons des 160 dossiers à fin septembre. Il y aura vraisemblablement une baisse, car les process ralentissent en raison principalement du temps d'analyse et de sélection par les investisseurs, y compris dans des secteurs comme celui de la santé, réputé comme très attractif. En effet, certains “sous-secteurs” notamment dans la santé au sens large, connaissent des difficultés en termes d'activité, malgré un prix à l'entrée élevé (par exemple, les centres médicaux, dentaires ou ophtalmologiques). Au-delà de ces quelques constats, nous pouvons avoir de bonnes surprises. A titre d'exemple, un secteur qui reste très actif, ce sont les activités de service attachées de près ou de loin au BTP, plutôt dans un contexte BtoB. C'est un secteur phare en France, historiquement aidé par l'Etat, et qui recèle de nombreux viviers de croissance. C'est un secteur qui est au cœur de beaucoup de révolutions à venir. La transition énergétique,



## Bertrand Schmoll

- Bertrand Schmoll a quitté en 2021 la présidence du Groupe ECS Group qu'il a rejoint y a une vingtaine d'année d'abord en tant que Directeur financier, puis Directeur Général Adjoint pour finalement devenir Président-Directeur Général en 2010. Il demeure membre du Conseil de Surveillance du groupe. Il a créé en 2021 la société BOJS Conseils qui assiste des clients dans le cadre de leurs projets de croissance externe.
- Pour mémoire, ECS a été constitué en 1998 à partir des activités des français Globe Air et Aéro Cargo. Soutenu dans sa croissance par des fonds de LBO, le groupe a multiplié les opérations de croissance externe qui ont contribué à une transformation profonde du groupe, qui génère aujourd'hui plus de 1,5 Md€ de volume d'affaires. Avec 1500 employés répartis dans 50 pays, ECS commerciale plus de 1 500 000 tonnes de fret chaque année.



notamment, passera par le BTP. Un exemple type : les parkings des grandes surfaces, qui doivent être couverts d'ombrières, elles-mêmes équipées de panneaux photovoltaïques et qui ont un an pour le faire... Imaginez le marché que cela représente pour toutes les entreprises, en amont et en aval de la chaîne...

**MdA :** Sur les process, Thomas disait que les process ont tendance à s'allonger... vivez-vous la même chose ?

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Complètement, et c'est parfois tellement long et peu rythmé que l'on se peut se demander si ce n'est pas un moyen pour le candidat acquéreur de bénéficier d'un temps d'observation de l'évolution de l'Ebitda de la cible pendant la période. Parfois, au bout de 6 mois de négociation, la valeur d'entreprise pourra évoluer à la baisse par rapport à la première analyse, chiffres à l'appui... Un autre élément à prendre en compte dans la dynamique M&A, c'est la taille de nos entreprises en France, globalement plus petites que les entreprises chez nos voisins

en Angleterre ou en Allemagne. En France, nous avons créé des groupes cotés champions mondiaux dans leurs secteurs respectifs (inscrits au CAC 40), et dont on peut être fier, mais ce mouvement a conduit à raréfier le

**“Les opportunités de croissances externes restent très nombreuses. Il faut juste dans l'état actuel du marché bien sélectionner ses acquisitions et suivre le current trading de manière très précise.”**

**Bertrand Schmoll**

nombre et la place des ETI en France, capables de rivaliser avec les autres entreprises européennes. Le passage d'une PME en ETI (comme Unither et ECS) présente beaucoup de vertus. Notamment, cette évolution permet de créer des emplois et offre aussi des modes de gouvernance et de partage de la valeur intéressantes. Ainsi, tout

ce qui est actionnariat salarié existe depuis de nombreuses années dans le dispositif légal français. Il existe des montages intéressants d'association des salariés, par emploi des ressources résultant de la participation, et souvent considérée comme une non valeur. Ces ressources permettront l'association des salariés au capital de la holding de reprise, ce qui apporte un vrai plus dans la motivation et la culture d'entreprises. Et à mon avis, c'est une démarche différenciante et parfaitement en ligne avec les critères ESG. Enfin, l'internationalisation est bien entendu un levier de création de valeur très fort : il suffit d'observer la stratégie de développement suivie par Unither, comme par ECS Group...!

**MdA :** Bertrand vous supervisez la stratégie des Build up chez ECS Group. Dans l'environnement actuel, votre stratégie de croissance est-elle toujours autant tournée vers la croissance externe ?

**Bertrand Schmoll, ECS Group :** ECS Group a fait plus d'une quarantaine de build up en 20 ans. Cela fait clairement partie de notre ADN. Et



## Olivier Renault

- Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil et titulaire d'un DESS en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne. Spécialisé sur le Small et Midcap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des pratiques du capital investissement ainsi que des problématiques des dirigeants, qu'il accompagne à toutes les étapes de la vie de leurs entreprises
- Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Capital Export, MBO&CO ou encore iXO Private Equity, Lamartine Conseil a notamment conseillé les opérations suivantes : le 5ème LBO d'Unither Pharmaceuticals (groupe), le LBO primaire de Digisap Solutions (investisseur), l'OBO de France Valley (cédants), etc. Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses 6 bureaux (Paris, Lyon, Aix-Marseille, Bordeaux, Nantes et Lille).

aujourd'hui, on en a 4 ou 5 en cours mais comme le disait Olivier, ils sont très longs à concrétiser. On sort d'une période assez faste sur le prix du Fret. Et donc, c'est plus compliqué aujourd'hui car il faut laisser le temps au chef d'entreprise de comprendre et d'accepter que le marché a changé et que les valorisations ne sont plus forcément celles d'hier. Côté acquéreur, on prend aussi notre temps pour pouvoir analyser l'entreprise. Une opération peut prendre plus de 6 mois ... mais on en a deux qui devraient se boucler très bientôt.

**Cyril Miller, Arkea Capital :** Il est vrai aussi que le fret a vraiment varié fortement.

**Bertrand Schmolli, Euro Cargo services :** Exactement. On essaye de diminuer les multiples et faire jouer des earn out. Et si ils délivrent le résultat, on maintient le prix. Et c'est une des raisons pour lesquelles on essaye de se protéger au maximum en décalant dans le temps.

**“Au-delà de ces quelques constats, nous pouvons avoir de bonnes surprises. A titre d'exemple, un secteur qui reste très actif, ce sont les activités de service attachées de près ou de loin au BTP, plutôt dans un contexte BtoB. C'est un secteur phare en France, historiquement aidé par l'Etat, et qui recèle de nombreux viviers de croissance.”**

Olivier Renault

**MdA : Chez Unither des acquisitions sont-elles aussi à l'étude ?**

**Jean-François Hilaire, Unither :** La

croissance externe fait partie de notre métier. Après cela dépend ce que l'on appelle croissance externe. Quand on reprend une usine qui est un spin off d'un de nos clients, on achète un outil qui nous permet de servir un contrat que l'on vient de signer. La croissance passe par là. Pour nous le modèle économique il est relativement difficile de construire des usines qui mettent des années pour monter en puissance. Le fait de racheter une usine permet d'optimiser notre rentabilité. Et c'est aussi ce qui nous a permis de prendre pied aux USA, au Brésil et en Chine, ce qui devrait nous permettre d'internationaliser encore plus le groupe dans les années à venir. On va les aider à acquérir une position de marché qui sera plus ancrée car cela ne sera plus de l'export. Donc on va agréger les clients domestiques pour ces marchés. On a une très belle histoire au Brésil car on a repris une usine de Novartis en novembre 2022 et on a déjà signé un autre contrat avec un groupe américain. On est en train d'étudier d'autres opportunités.



Cette usine va nous permettre d'une part d'approvisionner le marché domestique et d'autre part d'acquiescer de nouveaux clients qui seront intéressés à faire produire en France pour le marché européen par exemple.

**MdA : Cyril, quelle est votre lecture de la période actuelle chez Arkéa Capital ?**

**Cyril Miller, Arkéa Capital :** La lecture que l'on a, c'est qu'on a passé un haut de cycle. La question que l'on avait était de savoir si ce haut de cycle se traduirait par un atterrissage en douceur ou une chute. Il y a un élément clair aujourd'hui. Autant en début d'année on se disait que cette hausse des taux pourrait ne pas trop perdurer. Autant, aujourd'hui on est tous en train de se dire qu'on est parti sur un niveau de taux élevé pour plus de 18 mois. Cela change la mécanique de marché de manière structurelle. Le coût de financement n'est pas le même, la structure de financement n'est pas la même. C'est vrai que pour les acteurs,

on se pose la question de savoir si les actifs ont une capacité de croissance interne intéressante pour créer de la valeur dans la durée. Dès que vous avez des actifs qui ne présentent pas ces caractéristiques, vous avez une question d'ajustement du prix. On voit effectivement des process ou cela met plus de temps car les offres industrielles redeviennent compétitives. En tant que minoritaires, nous sommes davantage sollicités sur des financements auprès de groupes industriels qui veulent être accompagnés dans leurs acquisitions.

C'est un marché qui est en train de se rééquilibrer. Et il y a un élément structurel qu'il faut avoir en tête, c'est que si on est durablement sur des taux de 4 ou 5% il va y avoir un certain nombre d'arbitrages sur les différentes classes d'actifs. On le voit déjà sur le marché immobilier. Cela va perturber le marché durablement parce qu'il faut réorganiser sa stratégie. Aujourd'hui, un gestionnaire d'actifs peut se satisfaire d'un rendement sans risque de 4%.

**Marc Sabaté, France M&A :** Et cela joue sur la valorisation. Il faut que le TRI soit supérieur au taux sans risque augmenté du coût de la ressource. Donc au-dessus de 10%...Mais cela peut avoir un effet qui peut être sain. Cela rend les investisseurs plus sélectifs. Vous l'avez dit, on revient sur les fondamentaux et la capacité à générer durablement et de manière récurrente du cash. Cela demande donc une analyse qui prend plus de temps au démarrage ; donc avec des travaux de préparation des dossiers importants en amont des opérations envisagées.

**MdA : Jean Philippe Richaud, Marc parlait de création de valeur durable. C'est précisément l'ADN de Swen CP. Quel est le positionnement de Swen CP ?**

**Jean-Philippe Richaud, Swen Capital Partners :** On continue d'investir. Nous avons fait quelques statistiques sur une vingtaine de fonds small & mid-caps de notre portefeuille.



### Jean-Philippe Richaud

- Jean-Philippe Richaud est co-fondateur et Directeur Général adjoint de SWEN Capital Partners, plateforme d'investissement en Private Equity, Dette Mezzanine et Infrastructure, intervenant en Direct et en Multi-stratégie (fonds, opérations secondaires et co-investissements).
- En tant que Chief Investment Officer il supervise les 6 équipes d'investissement, qui gèrent dans leur ensemble environ 8 Md€ d'actifs. Jean-Philippe était avant cela Responsable des investissements non cotés à la MACIF, et a débuté sa carrière en tant qu'Analyste Financier chez Proxinvest.
- Swen Capital Partners compte désormais une centaine de professionnels et gère près de 8 Md€ dans le non coté.

Le résultat est clair. Alors qu'en 2022, il y a avait une espèce de frénésie à la sortie du covid, en 2023, il y a un net ralentissement mais tous les fonds ont quand même fait 1, 2 ou 3 deals. Après, la typologie des deals change. On voit qu'il y a beaucoup de Primaires et des acteurs du mid cap qui descendent en taille de deals. Et puis on sent une forte activité des équipes en matière de build up. Sectoriellement, les sujets climats sont au cœur de la stratégie des fonds. Mais ce n'est pas seulement un sujet de stratégie, c'est une obligation vis à vis de leurs souscripteurs d'apporter des réponses sur ce qu'ils font sur le sujet. Il y a un point important et difficile à présager de ses conséquences dans le cycle à venir. Les investisseurs sont contraints par leurs ratios de risque avec une problématique de flux car il y a moins de cessions et un effet dénominateur, et il y a TIBI qui met la pression aux investisseurs et les incite à flécher les investissements vers la technologie. Tout cela peut avoir un impact important sur la disponibilité des allocations pour financer les fonds. On voit que cette "dry powder"

peut s'assécher assez rapidement. Et les équipes qui ont été moins actives aujourd'hui sont celles qui commencent à se poser des questions sur le fonds successeur. Elles se disent

**“On voit qu'il y a beaucoup de Primaires et des acteurs du mid cap qui descendent en taille de deals. Et puis on sent une forte activité des équipes en matière de build up. Sectoriellement, les sujets climats sont au cœur de la stratégie des fonds.”**

Jean-Philippe Richaud

que cela va être moins facile de lever le prochain fonds et se montrent très sélectives. Cela a un effet de tassement.

Enfin, un autre élément à prendre en considération, ce sont les enjeux climatiques et la réglementation qui poussent les LPs vers des fonds d'impact/article 9. Les investisseurs sont assez pragmatiques. Quand vous avez moins d'allocation disponible, vous êtes poussés à investir dans la santé, le green qui sera plus facilement validé par vos comités d'investissements. Clairement, certaines thématiques sont plus recherchées.

**MdA : Chez Arkéa Capital, il y a aussi un enjeu de décarbonation des actifs ? Cela fait partie des leviers de créations de valeur...n'est-ce pas ?**

**Cyril Miller, Arkéa Capital :** Oui, pas seulement de création de valeur. Je pense que l'évolution réglementaire fait que sur le marché, les investisseurs n'ont pas d'autre possibilité que de s'y mettre. Structurellement, cela devient un passage obligé. On a déjà des équipes dédiées RSE que l'on met à disposition des participations, même si on intervient en minoritaire. Tous les actifs qui ne montreront pas leur

### Cyril Miller

- Cyril Miller, actuellement Directeur Associé chez Arkéa Capital à Paris, a rejoint la société de gestion en 2010, date de l'ouverture du bureau parisien. Avant cela, il a acquis une expérience précieuse en travaillant chez SPEF LBO au sein de Natixis Private Equity, occupant successivement les fonctions de junior, chargé d'affaires, Directeur de Participation et Directeur Associé et cumulant ainsi un total de 25 ans d'expérience dans le secteur du Private Equity.
- Au cours des 13 années passées chez Arkéa Capital, Cyril Miller a été un acteur clé dans de nombreuses opérations, notamment celles impliquant les groupes Paprec et Altrad. Pour rappel, Arkéa Capital, fondée en 1982, est le partenaire de plus de 100 entreprises sur l'ensemble du territoire, emploie plus de cinquante professionnels répartis dans 7 bureaux régionaux et dispose d'1,3 milliard d'euros sous gestion.



capacité à décarboner auront du mal à trouver des investisseurs. Ce qui est très intéressant aussi c'est que les enjeux RSE sont très différents selon les secteurs. Or, les dirigeants n'ont pas forcément de vision de ces enjeux réglementaires à terme. Et là dessus, il y a une vraie valeur ajoutée à apporter pour un investisseur.

**MdA : Jean-François, vous voulez rebondir ?**

**Jean-François Hilaire, Unither :** Je voudrais apporter ma perspective de dirigeant sur ce sujet. On se retrouve face à nos clients qui ont fait des promesses à leurs souscripteurs, qui demandent de faire l'effort. La perspective de l'entrepreneur, c'est que cela devient un avantage concurrentiel sur le marché vis à vis des mes clients. On doit opérer une transformation massive de l'entreprise pour rester acteur sur notre marché.

**Fabrice Huglin, Nexia S&A :** Il y a une vraie lame de fond. Au-delà de l'harmonisation de la loi européenne

en 2050, tout le monde sera obligé de s'y mettre. En 2024, toutes les entreprises de plus de 250 salariés vont avoir l'obligation d'établir un reporting ESG. Et en 2026, ce sera

**“Les actifs qui ont une capacité de croissance interne intéressante ou externe pour créer de la valeur dans la durée sont prisés. Dès que vous avez des actifs qui ne présentent pas ces caractéristiques, vous avez une question d'ajustement du prix.”**

Cyril Miller

pour toutes les sociétés de plus de 10 salariés. Les dirigeants vont essayer de transformer cette contrainte en avantage concurrentiel pour gagner en compétitivité et promouvoir

l'innovation. On voit bien qu'il y a une transformation de l'entreprise en profondeur. Et c'est très européen, aux Etats Unis, ce n'est pas du tout le cas. Les fonds spécialisés en Floride ont même interdiction de retenir des critères ESG.

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Cela crée des distorsions concurrentielles par construction.

**Cyril Miller, Arkéa Capital :** Et cela peut mettre en péril les modèles de développement. Il y a des réflexions. Et cela peut amener nos dirigeants européens à tempérer un peu le cadre.

**Fabrice Huglin, Nexia S&A :** Dans le secteur automobile, à force d'aller à marche forcée, cela va à l'encontre des investissements et de l'innovation. On est très à la traîne en Europe face aux chinois sur le moteur électrique par exemple. Cela crée un vrai problème structurel.

**Jean-François Hilaire, Unither :** Cela va être un grand chantier. Il y a

### Jacques-Henri Hacquin



► Jacques-Henri Hacquin est Président du cabinet NG Finance. Il possède plus de 15 années d'expérience en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées. Il a démarré sa carrière chez HSBC, puis Société générale CIB, avant de co-fonder NG Finance en 2011. Jacques-Henri intervient au sein du mastère Finance de L'EM Lyon. Il est également membre de la CNEF et de la SFEV.

► Il supervise les activités d'évaluation financière, de Transformation & Performances et de Transactions Services en lien avec les Fonds d'investissement et holdings, les banquiers et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses activités comprennent tout particulièrement l'accompagnement, la structuration de plans d'intéressement des dirigeants et managers ainsi que l'attestation du taux des Obligations convertibles (Sweet Equity). Parmi les dernières opérations conseillées, Jacques-Henri est intervenu sur le Management Package de ECG (PAI), de Tennaxia (Marlin Equity Partners), Groupe Infodis (HLD).

aussi la loi Zen qui remet en cause les permis de construction déjà obtenus. Cela crée une incertitude totale de construire des sites industriels car on ne sait pas comment cette loi va être appliquée.

**MdA : On parlait des critères ESG et de l'impact sur les valorisations. Justement, qu'en est-il des valorisations en cette fin d'année 2023 ?**

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Il semble y avoir une réelle prise de conscience et une adaptation stratégique significative dans le monde financier, avec un accent particulier sur les critères ESG et les structures de management packages. L'idée selon laquelle les critères ESG trouvent naturellement leur place dans des sociétés plus jeunes et agiles, en dehors de la sphère industrielle traditionnelle, est intéressante. Cela met en lumière la capacité des entreprises innovantes à intégrer plus facilement ces critères

dans leur modèle d'affaires. La transition des ratchet payants vers

**“A propos de la dette, il y a un sujet qui revient de plus en plus, c'est les couvertures de taux. Compte tenu de la hausse des taux, il peut y avoir des surprises, surtout pour des sociétés sous LBO bien leveragées entre 2019 et 2022. Des situations de re-négociation de couvertures, avec des effets sur les charges financières et le cash, sont à anticiper.”**

**Jacques-Henri Hacquin**

l'attribution d'actions gratuites, en

particulier sous la forme d'AGADP, suggère une évolution vers des modèles de rémunération plus alignés sur la création de valeur à long terme. L'inclusion d'actions ordinaires payantes et d'AGADP dans les packages d'investissement montre une approche diversifiée pour maximiser la répartition de la valeur. La tendance vers le réemploi de réserves pour les build-up et les rachats de packages historiques, avec un accent sur les plans d'attribution gratuites, indique une volonté de réaligner les intérêts des investisseurs à mesure que les sociétés évoluent vers des phases de sortie. Cette approche semble favoriser une plus grande flexibilité et réactivité dans un environnement financier en constante évolution.

**Thomas Claverie, Oderis :** Pour revenir un peu en arrière sur les enjeux de création de valeur et les raisons pour lesquelles l'équation va être plus difficile à résoudre, il faut également rappeler qu'une partie importante

### Jean-François Hilaire



► Jean-François Hilaire est pharmacien et travaille depuis plus de 30 ans dans l'industrie pharmaceutique. Il a travaillé en R&D dans un département de développement pharmaceutique, mené des équipes de vente, principalement à l'international, dirigé des usines, en direct ou en réseau, et a également pris part à la stratégie industrielle d'Abbott, et a piloté la stratégie de Recipharm à partir 2015 et où il a créé la division Advanced Delivery Systems avant de rejoindre Unither en 2022 comme directeur général du Groupe.

► Unither est une CDMO française qui offre ses services de développement et de production pharmaceutique depuis ses sites localisés en France, mais aussi aux Etats-Unis, au Brésil et en Chine.

► Entreprises françaises, européennes et américaines, à capitaux familiaux ou cotées en bourse, Jean-François Hilaire a travaillé dans différentes entreprises et cultures, avec des équipes réparties dans le monde entier, notamment aux Etats-Unis et en Inde.

de la valeur créée sur les opérations des 10 dernières années provient de l'augmentation des multiples qui sont passés de x7.5 à x11.5 en moyenne en 10 ans (soit +0.4/an). Aujourd'hui on peut donc s'attendre à ce que la création de valeur provienne principalement de l'EBITDA. La prise en compte de critères ESG dans la valorisation semble d'autant plus importante qu'elle pourrait permettre de compenser le risque d'érosion de la rentabilité financière de certains actifs compte tenu du coût de cette transition qui par ailleurs s'inscrit dans un temps plus long que celui d'une durée moyenne de détention LBO. Qui va payer la facture ? Il va falloir naviguer sur une ligne de crête car un pass-through intégral aux clients finaux risque de pénaliser durablement la consommation, à contrario l'inflation récente de la structure de coûts des entreprises (augmentations salariales, énergie, matières premières qui refluent en ordre dispersé, renchérissement du coût du financement...) réduit la

marge de manoeuvre de l'entreprise.

**“La croissance externe fait partie de notre métier. Pour nous, il est relativement difficile de construire des usines qui mettent des années pour monter en puissance. Le fait de racheter une usine permet d'optimiser notre rentabilité. Et c'est aussi ce qui nous a permis de prendre pied aux USA, au Brésil et en Chine.”**

**Jean-François Hilaire**

Cela constitue un nouveau challenge passionnant auquel notre équipe ESG tentera de répondre aux côtés de nos clients.

**Félix Huon, Lamartine Conseil :** Jacques-Henri, est ce que vous voyez des critères extra-financiers dans les critères de déclenchement des Management Package ?

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Oui Félix, mais intégré des critères extra financier (ESG) dans les Management Packages restent encore un défi, mais c'est également une démarche louable. Le fait que les investisseurs commencent à valoriser davantage les entreprises qui intègrent avec succès des critères ESG dans leurs modèles d'affaires témoigne d'une évolution positive vers une prise en compte plus large de la durabilité et de la responsabilité sociale. L'accélération de la liquidité des sociétés qui intègrent des critères ESG peut être interprétée comme une reconnaissance croissante de la valeur à long terme de ces pratiques. Les investisseurs semblent reconnaître que les entreprises responsables sur le plan environnemental, social et de



### Félix Huon

- Félix Huon est associé au sein de Lamartine Conseil depuis octobre 2023, date à laquelle il a pris en charge la création et le développement du bureau de Lille. Titulaire d'un DEA en Droit des Affaires (Université Paris I Panthéon-Sorbonne) et d'un LLM en Business Law (Queen Mary University of London) et avocat depuis fin 2007, il intervient plus particulièrement dans le cadre d'opérations de M&A et de capital investissement pour le compte de fondateurs, managers de PME et ETI, tous secteurs confondus, ainsi que de fonds d'investissement et family offices
- Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Capital Export, MBO&CO ou encore iXO Private Equity, Lamartine Conseil a notamment conseillé les opérations suivantes : le 5ème LBO d'Unither Pharmaceuticals (groupe), le LBO primaire de Digisap Solutions (investisseur), l'OBO de France Valley (cédants), etc. Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses 6 bureaux (Paris, Lyon, Aix-Marseille, Bordeaux, Nantes et Lille).

gouvernance peuvent présenter une meilleure résilience et des perspectives de croissance plus durables.

**Jean-Philippe Richaud, Swen Capital Partners** : Pour rebondir sur ce qui a été dit, l'ESG est porté par les investisseurs institutionnels qui insufflent cette obligation. Il ne suffit plus de cocher les cases désormais. Ce sont des enjeux sociétaux très forts et cela se reporte sur les fonds avec la mise en place concrète d'ESG ratchet sur les financements, ou encore de bonus dépendants de l'obtention d'objectifs ESG. Et cela va s'amplifier avec des exigences renforcées de mesure des impacts.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance** : C'est en effet une préoccupation légitime. Si certains secteurs de l'économie française perdent de l'attrait pour les investisseurs, cela pourrait avoir des implications importantes sur la croissance et la compétitivité à long terme. Les investisseurs sont souvent

motivés par la recherche de rendements et de perspectives de croissance, et s'ils délaissent certains secteurs, cela peut entraîner des défis économiques.

**“On observe un plus grand nombre d'opérations intégrant des clauses d'earn out (y compris pour des opérations de LBO – ce qui n'est pas sans poser de difficultés), dont la durée de référence a d'ailleurs tendance à s'allonger.”**

Félix Huon

**Marc Sabaté, France M&A** : Sachant qu'il y a une réelle déconnexion selon la taille des opérations. Si on prend les opérations M&A Small Cap, il y a encore beaucoup de secteurs pour lesquels ces critères sont peu connus

ou intégrés dans les opérations. Le fait que les fonds participent à la consolidation de ces secteurs devrait aider à la diffusion.

**MdA : Félix, on disait que les deals s'allongent. Certaines clauses sont de retour ?**

**Félix Huon, Lamartine Conseil** : On observe un plus grand nombre d'opérations intégrant des clauses d'earn out (y compris pour des opérations de LBO – ce qui n'est pas sans poser de difficultés), dont la durée de référence a d'ailleurs tendance à s'allonger. Certains vendeurs sont également tentés – même pour des opérations de *small cap* - de prévoir une majoration du prix de cession après l'expiration d'un certain délai à compter de la signature du contrat de cession. Au sujet de la durée de réalisation des opérations, nous n'avons pas parlé de la mise à disposition des lignes de crédits non confirmées qui contribue, en présence de banques prudentes, à allonger le timing des



opérations de croissance externe. On note d'ailleurs que les intermédiaires se saisissent des sujets de financement avec des “staple” même pour des opérations de taille réduite.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance** : A propos de la dette, il y a un sujet qui revient de plus en plus, c'est les couvertures de taux. Compte tenu de la hausse des taux, il peut y avoir des surprises, surtout pour des sociétés sous LBO bien “leveragées” entre 2019 et 2022. Des situations de re-négociation de couvertures, avec des effets sur les charges financières et le cash, sont à anticiper.

**Cyril Miller, Arkéa Capital** : En septembre, on s'est posé la question de la montée des taux et de l'équation à moyen terme. C'est un vrai sujet pour les financements de LBO, ce n'est plus le même montage. L'équation économique est très sensible à cette composante là.

**Fabrice Huglin, Nexia S&A** : D'autant

qu'on a une nouvelle loi fiscale qui plafonne désormais la déductibilité des intérêts financiers à 3 M€. Et on a beaucoup d'entreprises qui ne vont pas pouvoir déduire l'intégralité de leurs intérêts. Cela renchérit le coût.

**Marc Sabaté, France M&A** : On constate quand même que malgré une baisse globale de la liquidité bancaire, les banques ont quand même joué leur rôle sur le Small Cap. On constate cependant un peu plus de tension sur cette fin d'année. Probablement cela devrait se rouvrir en janvier, février. Nous anticipons un niveau de taux comparable pendant un certain temps avec un marché qui revient sur des modèles plus traditionnels : retour aux fondamentaux !

**MdA : Olivier, vous êtes de nature optimiste, l'êtes vous toujours pour les 12 mois à venir ?**

**Olivier Renault, Lamartine Conseil** : Oui, les acteurs sauront s'adapter. De manière paradoxale, l'incertitude sur

les évolutions économiques futures va ainsi donner de la valeur à certains modèles d'entreprises, par exemple celles fonctionnant sous mode SAAS, en particulier dans les services IT, car le mode SAAS pérennise une part de leur activité. J'ai également une réflexion qui concerne les sociétés de gestion des fonds : celles-ci vont également devoir s'adapter, dans la mesure où l'on voit apparaître, de manière assez régulière, de nouveaux profils d'investisseurs, du moins sur les petits deals. A l'échelle de Lamartine, nous avons recensé environ 20% d'acteurs investisseurs qui interviennent en fonds propres, sans agrément AMF. De la même manière, de nombreux investisseurs régionaux se consolident véritablement, pour “travailler” le tissu local. Cette multiplication d'acteurs conduira également à des évolutions, et contribuera à la dynamique du secteur du Capital Investissement au sens large. avec des effets sur les charges financières et le cash, sont à anticiper. ■