

UN POINT SUR LES VALORISATIONS DANS UN MARCHÉ EN PLEINE TRANSFORMATION



*Interview de David Salabi,
associé co-fondateur, Cambon Partners*

*Propos recueillis par Henri Barbe, Héloïse Broncard et
Emma Gilliot - Master in Management,
ESCP Business School*

CAMBON
| PARTNERS

Comment les méthodes de valorisation ont-elles évolué suite au nouveau paradigme économique (crises sanitaires, hausse de l'inflation et des taux d'intérêts, etc.) ?

À l'école, on a tous appris qu'il existe une multitude de méthodes de valorisation, en particulier celle des Discounted Cash Flow (DCF), qui reflète une approche intrinsèque permettant en principe de s'approcher de la valeur la plus juste et parfaite possible. En réalité, sur le marché des transactions privées, cette méthode n'est pas ou du moins très peu utilisée sur les valeurs de croissance, qui sont le cœur de métier de Cambon Partners. Pour ces profils, qui réalisent plus de 15% de croissance par an, la méthode DCF présente l'inconvénient de conduire à des fourchettes de valorisation particulièrement larges selon les hypothèses émises vis-à-vis du business plan. Concrètement, on peut se retrouver avec une position vendeuse très optimiste et une position acheteuse très prudente sur le business plan, avec un écart tel qu'il est difficile de trouver un accord. Par ailleurs, la montée en puissance des fonds d'investissement s'accompagne d'une accélération du

rythme des transactions. En effet, on demande généralement à un fonds de faire une offre en trois ou quatre semaines, ce qui a imposé un nouveau standard très court pour évaluer un actif.

Par conséquent, la méthode la plus pratiquée est celle des comparables, en particulier en multiple d'EBITDA. Il est certes frustrant de devoir réduire la valorisation d'une entreprise à son seul multiple d'EBITDA, mais il s'agit de la norme sur laquelle le marché s'appuie. Elle était déjà utilisée avant crise et elle l'est toujours aujourd'hui. En ce qui concerne les entreprises en hyper croissance, notamment dans l'environnement du SaaS ou de la Tech, la méthode du multiple de l'Annual Recurring Revenue (ARR), qui correspond à un multiple d'agrégat comptable basé sur le chiffre d'affaires, prend le dessus.

Par ailleurs, entre l'avant et l'après-crise, on applique toujours la même méthode. Ce sont simplement les multiples qui ont légèrement baissé. En effet, le coût du financement et les incertitudes du marché ont fait baisser les multiples de 1 ou 2 points sauf sur les actifs rares.

Comment les vendeurs s'adaptent-ils à ce nouvel environnement ? L'émergence des fonds d'investissement qui pousse à une accélération des deals n'offre-t-elle pas une concurrence bénéfique aux vendeurs via des enchères entre les bidders ?

Ayant collecté beaucoup d'argent, les fonds d'investissement doivent l'investir. Ces fonds sont en concurrence les uns contre les autres, ce qui donne l'assurance aux vendeurs d'obtenir le meilleur prix que le marché est prêt à payer. Il faut cependant noter que ces situations d'enchères tendues semblent concerner un nombre limité de secteurs en excluant les actifs trop industriels ou ceux qui ne sont pas ESG compatibles ou encore des activités trop risquées en termes d'inflation. Les fonds tendent à privilégier avant tout les secteurs tels que la tech, la santé ou encore les services financiers. En somme, même s'il y a toujours autant de capital à déployer, il va être fléché vers un plus petit nombre de secteurs. Ainsi, pour certains de ces actifs, on ne constate déjà pas de décote par rapport à la période pré-estivale.

Cette orientation des investissements vers un petit nombre de secteurs, ne pousse-t-elle pas à la création de bulles ?

Pour avoir vécu la bulle Internet pour n'en citer qu'une, la seule bulle que l'on a pu observer avant l'été concerne les sociétés en hypercroissance dans la tech, valorisées en multiple d'ARR. En ce qui concerne les sociétés à maturité valorisées en multiple d'EBITDA, on peut éventuellement parler d'une surchauffe avec des valorisations surélevées, mais l'on estime que leur valorisation ne sera pas divisée par 2 ou 3 (le propre d'une bulle). À l'inverse, les sociétés de tech en hypercroissance du Nasdaq, comme Shopify, Netflix ou encore DocuSign, ont perdu 70% de leur valeur boursière en moyenne, et cela présente les caractéristiques d'une bulle. Les sociétés en hypercroissance, valorisées EBITDA x20 pourront peut-être baisser à x18 sans voir toutefois leur valorisation divisée par 2 ou 3. En résumé, si l'orientation des investissements crée une surchauffe, les acteurs du Private Equity demeurent très attentifs à sélectionner les bons actifs.

Existe-il une restructuration des clauses juridiques dans les Share Purchase Agreement avec l'impact des crises récentes ? Observez-vous une augmentation des "earn-outs" ou "locked-ins" ?

Dans les deals M&A, qu'il s'agisse de rachats réalisés par les industriels ou les fonds de Private Equity, c'est une période où l'earn-out est davantage pratiqué. L'earn-out permet un partage des risques entre les parties dans le temps. C'est un très bon outil pour faire converger les attentes des

acheteurs et des vendeurs, permettant de créer un compromis. Au-delà de l'earn-out, dans certains deals, le vendeur peut aussi être payé partiellement en titres, ce qui permet au vendeur de rester partie prenante dans le projet futur. L'union des forces permet de rassurer les deux parties.

La baisse des multiples justifie-t-elle l'augmentation des earn-outs ?

Lorsque l'acheteur propose une baisse trop forte du multiple, l'earn-out sert de compensation pour aboutir au closing de la transaction. L'earn-out était également utilisé avant la crise, surtout lorsque les vendeurs étaient des parties prenantes essentielles opérationnelles du deal afin de pouvoir conserver leur savoir-faire au sein de l'actif après l'acquisition.

Qu'en est-il des garanties de passif ?

Que ce soit avant ou après les crises, les garanties de passif sont de moins en moins importantes. Les fonds de private equity ont un usage très réaliste et minimaliste des garanties de passif. La pratique historique des acquéreurs consistait à demander des garanties de passif probablement surdimensionnées. Peu à peu, avec l'usage des affaires et la mise en concurrence des acheteurs, les garanties de passif ont eu tendance à se réduire : il y a 25 ans, on demandait des garanties de passif pour garantir le prix payé. On paye 100 donc on demande une garantie sur 100. Puis cette garantie est passée à 50% avant de s'établir à 30%. Mais sur un deal à €100M, demander €30M de garantie de passif pour anticiper un contrôle fiscal, un litige prud'homal ou encore un problème de marque à €30M semble excessif. On ne raisonne plus en pourcentage aujourd'hui mais en montant absolu ou en couverture de risques spécifiques, à la lumière des audits de plus en plus nombreux et poussés.

Les Etats-Unis sont-ils toujours les leaders qui dictent les règles du marché ?

Les Etats-Unis donnent un tempo général sur les valorisations. D'une part, les marchés financiers cotés affectent l'ensemble du marché lorsqu'ils "toussent". D'autre part, les fonds de private equity américains ont rapidement revu les prix à la baisse tandis que les fonds européens semblent moins réactifs. Mais n'oublions pas que les souscripteurs des fonds européens sont en bonne partie américains (fonds de pensions, LPs, etc.).

L'Asie n'a pas spécialement influencé les marchés. La Chine influence indirectement le marché des transactions par son importance dans les marchés cotés.

Comment les éléments ESG ont-ils impacté les deals ?

Les éléments ESG sont devenus majeurs pour les fonds d'investissement qui se tournent aujourd'hui vers les en-

treprises ayant mis en place une politique ESG.... Il existe même désormais des Vendor Due Diligence ESG.

Dans le choix de nos dossiers, on en tient compte dans l'analyse de faisabilité d'un dossier. La finance tient de plus en plus compte des critères ESG : on le constate de manière très concrète dans les deals.

Cependant, ces critères peuvent être sévères et ne sont pas toujours fiables (scandale Orpéa, par exemple).

Pour revenir aux clauses techniques dans les deals, y'a-t-il une augmentation des locked-box ?

Le mécanisme de locked-box est très couramment utilisé pour accélérer les deals en simplifiant les transactions afin qu'elles soient plus fermes et définitives. Soit on s'appuie sur une trésorerie réelle le jour du closing, soit on s'accorde sur un prix ferme et définitif en projetant sur une trésorerie future la plus probable au moment du closing. C'est cette deuxième option qui est le plus souvent favorisée.

Sommes-nous aujourd'hui face à un risque d'« automatisation » des deals conduisant à la perte de la plus-value apportée par les différents intermédiaires ?

Un intermédiaire n'est jamais indispensable ! Il existe évidemment des transactions sans banque d'affaires. Notre apport est notre capacité à valoriser les entreprises et à in-

termédier les transactions selon un processus de mise en concurrence des différents acquéreurs potentiels. Pas évident d'automatiser cela ! La fourchette de valorisation d'une entreprise peut être assez large, en particulier pour les entreprises en croissance. Il y a donc un rôle important à jouer pour défendre les intérêts des vendeurs, sous réserve de la qualité du service évidemment.

Que pensez-vous de la situation macroéconomique des marchés aujourd'hui ?

Avant la crise, la crainte d'une baisse des valorisations était importante. Cette baisse n'est finalement pas si importante que ce que nous avions anticipé. Evidemment, elle varie en fonction des secteurs. L'inflation a un impact d'augmentation des taux d'intérêts rendant les financements plus coûteux. Pour autant, ces nouveaux éléments sont pris en compte dans les valorisations.

Je pense que le monde d'aujourd'hui est en totale transformation : digitale, environnementale, et sociétale. Il existe toujours un fort processus de destruction créatrice avec des entreprises qui disruptent des marchés créant ainsi beaucoup de valeur (notamment avec l'intelligence artificielle ou simplement la digitalisation). Cela peut toucher tous les secteurs : l'énergie, l'assurance, la mode, pour n'en citer que quelques-uns.