



TABLE RONDE

BO SMD CAP

3 Novembre
2020



Chez Lamartine, 143, boulevard Haussmann, 75008 PARIS

LBO SMID-CAP

face à la deuxième vague

Le Smid-cap n'a pas été épargné par la crise générée par le Covid-19, entraînant tous les acteurs à revoir leurs processus, à remodeler leurs business plan et à repenser les management packages - sans pour autant impacter les valorisations des actifs recherchés. Alors même que la deuxième vague de l'épidémie menace de nouveau les entreprises, le Magazine des Affaires a réuni cinq experts pour faire le point.

MdA : Bonjour à tous. Pour commencer, comment votre activité a-t-elle évolué au cours des derniers mois ?

Fabrice Huglin, ACA Nexia : On a été impacté comme tout le monde par la période covid. Janvier-février-mars a été une période très active. Nous avons pu travailler jusqu'à fin avril avec les dossiers en cours pendant le confinement. Nous avons noté une reprise de l'activité de Transaction Services à compter de mi-juin. L'activité était assez particulière parce que nous voyions bien qu'il y avait une forme d'attentisme chez les fonds d'investissement, et donc la majorité de notre activité à la reprise concernait des demandes de build-ups de la part d'entrepreneurs et de corporates. Les fonds sont revenus depuis le mois de septembre, alors que d'habitude c'est une période assez calme. Mais il est difficile de dissocier les nouveaux deals de ceux qui ont été décalés dans le temps. On voit cependant qu'avec les signaux de ces derniers jours, le marché du mid cap recommence à se gripper un peu, nous recevons moins de demandes pour établir des lettres de mission.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Je m'inscris totalement dans ce que Fabrice vient de dire sur le

marché. Cependant, au sein de notre activité d'évaluation de Management Package, nous intervenons assez tard dans le processus d'acquisition et n'avons pas vu de baisse d'opérations à l'instar de notre département Transactions services qui a souffert d'une annulation de travaux et donc d'une baisse de l'activité. Toutefois dès le mois d'avril, de nombreux fonds nous ont recontacté, non pas sur notre activité transactionnelle, mais sur de la réorganisation de certaines de leurs participations (détournage/transferts d'actifs, optimisation de reporting), pour solliciter la mise en place de PGE... Nous avons bien travaillé jusqu'au 10 août au moins, avec une forte reprise, début septembre.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : En effet, chez les cabinets de conseil spécialisés, l'adaptation de l'activité aux nouvelles restrictions s'est assez facilement mise en œuvre avec les outils informatiques et juridiques appropriés (Travail à distance, Docusign...). La première vague, à notre niveau, a figé deux opérations sur quatre au premier semestre, tandis qu'une opération sur quatre se débloquent à compter de la rentrée de septembre, sachant que le rebond de septembre et octobre nous a conduit à initier quelques opérations nouvelles avec un objectif de réalisation fin d'année 2020.

MdA : Vous avez dû revoir les packages ? On nous a dit au mois de mars que certains deals continuaient à se faire, mais est-ce que les conditions ont changé à la marge ?

Jacques-Henri Hacquin : Nous avons pu observer quelques discussions et changements autour de la valorisation du sous-jacent, impactée par l'effet Covid. Ces sujets ont été plutôt entre les mains des dirigeants en fonction de leur position actionnariale, majoritaire ou minoritaire. Certains dirigeants ont pu garder une valorisation « pré Covid » de leur société mais ont vu alors certains critères de leurs management Package « TRI et multiples » décalés en termes de pourcentage de rétrocession, souvent « capé ». quoiqu'il en soit, nous n'avons pas vu de deals qui se sont interrompus à cause d'un « Package ».

MdA : Beaucoup ?

Jacques-Henri Hacquin : 5% de nos accompagnements, donc peu significatif mais ça existe. Ce que nous avons surtout vu, c'est une transformation des incentives « classiques », TRI sur 0-4 ans, en TRI à 2 ans suivis de multiples entre 2 et 4 ans. Cela veut dire que les investisseurs peuvent dans certains secteurs anticipés des sorties « courtes », avec un incentive fort pour le management,

Fabrice Huglin

➤ Fabrice Huglin est associé d'ACA Nexia, en charge du département Transaction Services au côté 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 2019, ACA Nexia ayant participé à plus de 100 opérations en 2019.

➤ Il développe depuis quelques années une expertise dans le domaine de l'enseignement supérieur privé en qualité de conseil et pour des missions de due diligence et d'audit. 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'international.



puis avec une sécurisation du package, par des multiples à plus de 2 ans, si la sortie ne se matérialise pas. Tout cela dépend de la connaissance et la maturité financière des managers lors de la structuration. La discussion n'est pas la même en fonction des situations, et nous avons vu des extrêmes à ce sujet.

MdA : Profitons de la présence d'un entrepreneur pour comprendre ce point de vue. Thibaut, comment Sterimed a vécu ces phases ?

Thibaut Hyvernats, Sterimed : Sterimed est un groupe industriel spécialisé dans l'emballage d'équipements médico-stériles avec 900 employés et 8 sites industriels répartis entre le Mexique, les États-Unis, la France, la République Tchèque et la Chine. Pendant cette période un peu particulière, nos métiers de base ont crû plus rapidement que d'habitude en organique du fait de l'activité hospitalière. Par contre, notre activité liée à la chirurgie, qui représente 15 à 20% du chiffre

d'affaires du groupe, a plongé mais cela a été largement compensé par nos activités hospitalières, notamment tous les petits dispositifs médicaux

“La majorité de notre activité à la reprise concernait des demandes de build-ups de la part d'entrepreneurs et de corporates. Les fonds sont revenus depuis le mois de septembre.”

Fabrice Huglin

à usage unique et les tests PCR qui doivent être emballés parce qu'ils sont stériles. Le principal challenge pour nous a été de rester ouverts. On a eu un flottement difficile à gérer pendant quelques jours. Il a fallu expliquer que si nous nous arrêtons, cela allait aussi avoir un impact sur les hôpitaux. De fait, nous avons été parmi les premiers

à mettre en place les gestes barrières et mesures sanitaires pour que nos salariés puissent continuer à venir travailler malgré le confinement.

Fabrice Huglin : Par curiosité, les usines en Chine vous ont permis d'anticiper ?

Thibaut Hyvernats : Complètement. Le Nouvel An chinois, est un événement qui fait se déplacer des centaines de millions de personnes à travers le pays et le gouvernement avait tout fermé, sauf des entreprises comme la nôtre une fois que nous avons fait remarquer que cela allait causer des problèmes dans les hôpitaux. En pratique, ce n'était pas simple car nos salariés étaient dispersés aux quatre coins de la Chine et nous n'avions pas le personnel pour ouvrir les usines. Tout ça pour dire que l'expérience chinoise nous a permis d'être en avance sur les démarches à adopter en France. Nous avons pu faire venir des masques de nos usines chinoises à nos autres usines avant le confinement alors que la Chine était à son pic de



l'épidémie. Le second problème est lié au télétravail possible uniquement pour certaines fonctions des bureaux et non en usine. Ce décalage n'a pas toujours été bien vécu et il était nécessaire de discuter et convaincre alors que nos carnets de commandes étaient pleins à craquer. En avril, nous étions au double de commandes par rapport à l'année précédente, et nous n'avions d'ailleurs pas les moyens de produire suffisamment. Au pic de la crise, nous importions 5 millions de masques par semaine, c'est gigantesque. Les équipes ont aussi fait preuve d'une agilité incroyable pendant la crise : il a fallu s'inscrire comme importateur de dispositif médicaux et mettre en place toute la logistique en amont et en aval en seulement huit jours, c'était un gros challenge. Cela a été l'occasion de faire preuve d'une adaptabilité à créer une nouvelle activité.

MdA : Comment on arrive à motiver, à fédérer les salariés en interne dans ce genre de crise ?

Thibaut Hyvernat : Je pense que c'est une question de culture. Nous avons voulu monter Sterimed comme un projet entrepreneurial capable de s'élargir, et donc par là cultiver une

culture d'entreprise assez fédératrice. C'est dans ce genre de crises qu'on se rend compte si cela a marché ou pas. Chez nous cela va assez profondément : nous avons mis en place l'actionnariat salarial dès le début de Sterimed, par exemple. Nous avons fait une opération d'actionnariat salarié très récemment et désormais ce sont les deux-tiers des salariés français qui sont actionnaires de l'entreprise, tout comme 70% des salariés américains et près de 20% pour les salariés chinois. Donc nous avons quand même tout le monde dans la barque, ce qui montre que cela marche plutôt bien. Un axe sur lequel nous nous appuyons est la responsabilisation individuelle et la confiance, nous contrôlons de moins en moins ce que les gens font. On travaille beaucoup sur ce message de liberté individuelle, d'initiative et de responsabilité. Je vais vous donner un exemple qui choque généralement les gens : dans nos usines, il y a une carte bleue de la boîte qui est à disposition de tous les salariés et qu'ils peuvent prendre quand ils veulent pour s'acheter ce qu'ils veulent. Quand on a mis ça en place, j'ai cru que ma direction financière allait se jeter par la fenêtre. La réalité c'est que les gens

ne font pas n'importe quoi avec : nous l'avons fait parce que dans les boîtes comme les nôtres, industrielle et d'une certaine taille, tout est processé et organisé au millimètre, à tel point qu'on stérilise toute initiative individuelle et/ professionnelle. Je vous raconte ça parce que c'est un symbole de notre culture d'entreprise : si vous avez besoin de quelque chose pour faire votre travail, vous n'avez pas besoin d'aller demander que l'entreprise passe la commande ou vous donne l'autorisation, c'est un signe de confiance. Et ça marche plutôt bien.

Fabrice Huglin : C'est vrai que la gestion des masques a été critique dans la reprise de l'activité des entreprises. J'ai un client qui est assez significatif dans le bâtiment, qui a la possibilité de sourcer en Chine ses produits. Il a utilisé la filiale chinoise pour se fournir en masques, ce qui lui a permis de redémarrer avant les autres. Il n'a fermé ses agences que pendant trois jours comparés à des concurrents parfois beaucoup plus gros. C'est aussi l'avantage des entreprises de moyenne taille, ce qui lui a permis de remonter la pente et d'avoir des résultats positifs malgré le fait que le secteur du bâtiment a tout de même pas mal chuté, et

Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est associé de NG Finance, en charge du département Evaluation financière & Modélisation. Il a plus de 15 années d'expérience professionnelle en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées.
- Au sein de NGFinance, Jacques Henri est en charge des activités en lien avec les Fonds d'investissement et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses missions principales y sont l'accompagnement des dirigeants et la structuration de plans d'intéressement à destination des dirigeants. NG Finance intervient est co-leader sur son marché avec plus de 78 Package Management conseillés en 2019.
- Jacques-Henri enseigne également à l'EM Lyon et au sein de l'incubateur CERAM Business School, dont il est membre, Jacques-Henri a été porteur de projet et fondateur de la société MS innovations.



même d'avoir un meilleur résultat que l'an passé.

MdA : C'est aussi une question de dirigeants et de management. André, comment approchez-vous ce sujet ?

André Renaison, Meeschaert Capital Partners : Les fonds d'investissement, par construction, sont en contact avec des managers exceptionnels. Mais comme le disait Thibaut, cette crise a permis de révéler ceux qui étaient capables de passer outre la stupeur pour faire preuve d'agilité et de compréhension très rapide de nouvelles problématiques, tout en gardant un respect des personnes, des salariés bien sûr mais aussi des fournisseurs, la période créant notamment des tensions fortes entre clients et fournisseurs. Et là encore on a vu certains dirigeants bien se comporter, tandis que d'autres moins bien.. Un point qui n'a pas été évoqué et qui a permis à nos entreprises de passer la crise, c'est qu'avoir un fonds permet au management de se dire que derrière eux il y a des gens qui

n'hésiteront pas à remettre au capital si la situation devient vraiment critique.

“Dès le mois d'avril, de nombreux fonds nous ont recontacté, non pas sur notre activité transactionnelle, mais sur de la réorganisation de certaines de leurs participations (détournement/transferts d'actifs, optimisation de reporting).”

Jacques-Henri Hacquin

MdA : Equistone l'a fait sur Novares, c'est vrai, mais quand ils peuvent les fonds évitent, n'est-ce pas ?

André Renaison : On évite de casser la mécanique de création de valeur

de l'entreprise. Mais c'est aussi psychologique, quand les managers savent qu'ils sont backés ils peuvent mieux performer.

Thibaut Hyvernat : C'est une assurance-vie.

André Renaison : Exactement. Un autre point important est l'apport monétaire. Comme nous avons de l'expérience avec les PME et ETI, nous faisons toujours attention au montage et par conséquent de laisser de la trésorerie et d'éviter de trop leverager les opérations de LBO. Ça compte quand il va s'agir d'une crise comme celle-ci lorsqu'il y a des tensions sur le BFR, des clients qui paient moins bien ou gèlent des paiements.... Au final même si nous avons fait des PGE par prudence, dans la majorité des cas, ils n'ont pas été utilisés. Dire qu'on met un reporting cash en place est fondamental dans ces phases-là parce que cela permet de réagir bien plus rapidement lorsque la situation de crise arrive. Toute la structure comptable et



les process doivent être adaptés pour faire des prévisions de trésorerie. Ce n'est pas un petit boulot, c'est essentiel. Pour prendre l'exemple d'Aterno, une entreprise qui vend des produits de maison liés au confort énergétique, il a fallu mettre en place un outil de gestion des stocks et d'améliorer les processus nécessaires pour permettre d'avoir un reporting utilisable. Quand nous sommes allés chercher un PGE, la qualité de l'information financière ainsi que les prévisions a tout de suite mis en confiance les acteurs bancaires.

MdA : Et concrètement, comment s'est déroulé l'accompagnement depuis le mois de mars ? Vous deviez avoir beaucoup de réunions.

André Renaison : Les deux premières semaines nous avons été vraiment présents, mais nous n'étions pas sur le dos des managers, l'objectif était surtout d'être toujours là quand ils avaient besoin de conseils. Eux traitaient l'opérationnel, mais venaient plus souvent nous voir pour échanger lorsqu'il fallait décider d'une direction à prendre ou bien qu'il n'avaient pas les outils pour répondre à une problématique. Il faut aussi prendre en compte le fait que d'avoir un réseau



d'entrepreneurs qui se connaissent depuis longtemps et peuvent se parler est aussi très bénéfique, ce n'est pas parce que nous sommes sortis d'une participation que les liens disparaissent. L'exemple de Sterimed et de Thibaut aujourd'hui en est la preuve vivante. Je pense aussi au Groupe Sterne, une entreprise de transport/logistique à valeur ajoutée pour qui le covid a été un révélateur. Elle a montré sa capacité à offrir un confort à ses clients dans une période difficile et cela s'est senti dans sa croissance, d'autant que le transport à valeur ajoutée urgent était devenue essentielle à ce moment.

MdA : On a tendance à penser par secteur, mais vous semblez dire que vous faites vos classifications par la qualité des managers ?

André Renaison : Évidemment il y a certains secteurs qui ont été plus impactés que d'autres. Mais dans certains cas on a été surpris, avec certaines entreprises qui ont été arrêtées d'un coup et qui ont repris très vite leur niveau d'activité d'avant-crise alors qu'on ne l'avait pas anticipé dans de telles proportions. Nous avons pu identifier les équipes de management les plus réactives et qui ont notamment



mis en place toutes les mesures nécessaires et adapter leurs processus / offres de services.

Olivier Renault : Oui, c'est exact. Pour ma part, j'ai été frappé par la capacité de rebond de certaines entreprises intervenant dans des secteurs difficiles (équipements de la maison, matériaux de construction etc) avec un arrêt de l'ensemble de la chaîne de production et de distribution au premier semestre, et qui ont réussi à réactiver l'ensemble des acteurs de leur secteur pour terminer l'année en quasi pleine production.

Fabrice Huglin : Un point dont il faut parler est que les typologies de sortie de crise des dirigeants sont assez similaires : on va chercher à augmenter le chiffre d'affaires sur des activités qui sont connexes ou assez proches du cœur de métier en lançant de nouvelles lignes de services, ou alors en cherchant de nouveaux canaux de distribution comme la vente à emporter. L'autre axe, c'est la diminution des coûts avec bien entendu un impact court-termiste sur les salaires, mais aussi sur le moyen terme avec une réflexion sur le télétravail et les baux. Il faut cependant faire attention : ça marche bien quand tout le monde se connaît, mais pour

Olivier Renault

➤ Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, 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 entreprises, ainsi que des problématiques de leurs dirigeants, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie (LBO, Build-Up, refinancement...) Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille et Bordeaux, et conseille régulièrement des fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap, Initiative & Finance, Eurazeo PME, Innovafonds ou Turenne. Le cabinet réalise plus d'une centaine d'opérations par an et a développé une forte expertise dans les secteurs de la santé, de l'immobilier et du BTP.

➤ En 2019, Lamartine Conseil a notamment conseillé les LBO sur Sogelink, Siblu et Vervent Audio Group ainsi que la cession de Focal et Moustache Bikes.



intégrer de nouveaux profils dans l'entreprise, cela complique les choses. Au-delà du fait que parfois on a du mal à faire revenir les collaborateurs, on sent que cette problématique arrive.

Thibaut Hyvernat : Parfois il y a aussi l'inverse, ceux qui veulent absolument venir au bureau alors qu'on essaie de pousser le télétravail.

Fabrice Huglin : Ça ne me surprend pas, le travail c'est du lien social et nous aussi nous avons des gens qui veulent venir au bureau.

Olivier Renault : Je confirme ! Et il est parfois difficile de freiner les bonnes volontés...

Thibaut Hyvernat : C'est aussi une question de ras-le-bol. C'était assez sympathique au début, mais aujourd'hui les gens ont envie de voir leurs collègues, d'avoir des interactions humaines informelles qui font aussi que la vie de l'entreprise prend corps.

C'est aussi pour ça que je suis assez méfiant sur l'avenir du télétravail sur le long terme : cela permet certes de traverser une crise sanitaire comme

“La première vague, à notre niveau, a figé deux opérations sur quatre au premier semestre, tandis qu'une opération sur quatre se débloquait à compter de la rentrée de septembre.”

Olivier Renault

celle-ci, et il y aura peut-être un peu plus de télétravail qu'auparavant, mais je ne crois pas du tout que cela devienne une panacée universelle.

Fabrice Huglin : Ceci dit, il y a quand même une réflexion globale des chefs d'entreprises qui reconsidère le coût du

télétravail et des locaux, qui peuvent représenter jusqu'à 20% de réduction des coûts. C'est une tendance de fond, même si elle doit encore se concrétiser, mais elle s'inscrit dans cet objectif de réduction des charges fixes de l'entreprise. Pour faire un léger point sur les mesures gouvernementales, il est vrai que l'Etat français a été généreux avec les entreprises. L'axe principal n'était pas d'alléger les charges des entreprises mais de renforcer la trésorerie, et toutes les entreprises qui ont fait une demande de PGE au cours des deux premiers mois l'ont eu. Aujourd'hui c'est un peu plus compliqué, mais vous avez trois typologies d'entreprises : celles qui en avaient vraiment besoin parce qu'elles étaient à l'agonie, ce qui leur a permis d'avoir un sursaut ; celles qui n'en avaient pas besoin mais qui l'ont fait par sécurité, et qui ont aujourd'hui des niveaux de trésorerie très élevés ; et puis celles qui n'en avaient pas besoin parce que tout allait bien ou même qui n'ont pas eu besoin d'aller chercher un PGE



parce que tout allait trop bien pour elles. Et donc on voit actuellement qu'il y a toujours un nuage de liquidations judiciaires à l'horizon, même s'il s'éloigne un peu. Au début, on disait que tout allait s'écrouler au 4e trimestre, et finalement aujourd'hui on dit que cela a été repoussé au printemps 2021.

MdA : Mais ce mur existe toujours.

Fabrice Huglin : Il y a encore un mur de dettes, oui, pour certains. Les mesures gouvernementales ont d'abord offert un ballon d'oxygène aux entreprises. Maintenant cela se concentre plus sur l'allègement des charges avec le chômage partiel ou les décalages de charges sociales. D'ailleurs il faut faire attention car en ce moment, dans les analyses d'entreprises, on voit des entreprises qui surperforment grâce au chômage partiel parce qu'elles étaient presque en sureffectif et donc leur EBITDA normatif est d'un coup en augmentation. Je pense notamment aux entreprises du secteur de l'ESN, où on voit un impact lié à des fins de contrats ou des inter-contrats. J'ai des entreprises en portefeuille qui ont une

meilleure performance au 30 juin 2020 qu'en 2019 alors qu'elles connaissent une baisse d'activité de 15 à 20%.

En fait, la crise a un peu cassé les business models que nous pouvions avoir en référence, notamment en termes de besoins en fonds de roulement. Il y a des entreprises qui ont des problématiques d'approvisionnement, et cela a cassé la chaîne de production, d'accord, mais on a aussi des problématiques liées à des activités qui sont cycliques, et là le lissage du BFR sur 12 mois n'est plus possible, et tout ce que l'on pouvait anticiper auparavant est maintenant plus difficile à estimer dans ce nouveau contexte.

Olivier Renault : Fabrice a raison : sur certaines entreprises, on constate une augmentation de la Valeur des Titres, alors même que leur activité a stagné voire baissé du fait de la crise sanitaire : d'où une propension à projeter l'EBITDA normatif sur une période post-crise lors de l'analyse des dossiers.

MdA : Vous le remarquez chez Sterimed ?

Thibaut Hyvernat : Oui et non parce que comme on expédie tout ce qu'on produit...

Fabrice Huglin : Cela doit aller vite. Toujours est-il que la crise a eu cet effet là sur la gestion du BFR en particulier, et donc nos outils ne sont plus adaptés.

Jacques-Henri Hacquin : Actuellement, la valorisation d'entreprises peut vite devenir un exercice compliqué, les conséquences de la crise sur le BFR d'une société peut avoir des impacts forts sur la méthode de valorisation par les DCF comme celle des multiples. Comment se positionne-t-on? Faut-il prendre en compte un ajustement sur un BFR d'activité court-terme ou bien maintenir un BFR moyen-long terme ? tout cela a un impact fort sur la méthode des flux. Nous observons aujourd'hui clairement cet impact de la Covid sur les BP réalisés, avec son impact sur l'Ebitda... Depuis quelques mois, nous observons une reprise d'activité en K, inégale donc, entre certains secteurs, comme la santé et la tech qui surperforment et d'autres qui plongent. Les méthodes de valorisation

Thibaut Hyvernat

- Thibaut Hyvernat est P-dg du groupe Sterimed depuis 2016, date à laquelle il a mené la reprise de la division santé du groupe Arjowiggins avec l'aide du fonds Meeschaert Capital Partners. Sous son impulsion, le groupe Sterimed, est devenu l'un des leaders mondiaux de l'emballage médical (emballage barrière stérile à destination des hôpitaux et des fabricants de dispositifs médicaux). Après 3 acquisitions en France, au Mexique et en Chine, le groupe a changé de dimension et réalise environ 160 M€ de chiffre d'affaires (900 collaborateurs sur dans 8 sites industriels et 20 bureaux commerciaux dans le monde entier).
- Parallèlement, Thibaut Hyvernat est administrateur du groupe Maisons & Domaines Henriot, membre du comité d'investissement du Paris Region Venture Fund, administrateur de la SBA, membre-fondateur du bureau du Club ESSEC Private Equity, et membre du Club ETI Ile de France.



d'entreprises doivent donc être menées avec beaucoup de discernement selon les secteurs.

MdA : C'est ce qui ressort du marché en ce moment ?

Jacques-Henri Hacquin : Aujourd'hui nous réalisons près de 80% de nos opérations transactionnelles dans la Santé et la Tech, avec un peu de retail et d'industries lourdes. Alors que les valorisations explosent en Santé et en Tech lié, entre autres, à la liquidité de marché. Les investisseurs recherchent des actifs sécurisés et peuvent payer très chers certains actifs résilients. De plus, l'arrêt des opérations, après le 1^{er} trimestre 2020, a créé un énorme besoin de déploiement de capitaux auprès des fonds levés.

Fabrice Huglin : Et pour le coup il faut aussi faire attention à certains secteurs d'activités comme l'enseignement supérieur, qui est vraiment covid-proof et qui avait déjà des valorisations très fortes, mais qui du fait d'un marché

du travail difficile d'accès pour les jeunes devient encore plus attractif. Les filières d'apprentissage ont été ouvertes et tout le monde s'est engouffré dans la brèche, et il faudra que les entreprises soient au rendez-vous à la sortie. Ceci dit, l'engouement très fort sur l'enseignement et la formation colle-

“Le principal challenge pour nous a été de rester ouverts. Nous avons été parmi les premiers à mettre en place les gestes barrières et mesures sanitaires pour que nos salariés puissent continuer à venir travailler malgré le confinement.”

Thibaut Hyvernat

t-il à la réalité ? Tout faire pendant 8h sur Zoom, ça demande une grosse motivation et concentration. Idem

dans l'automobile : le secteur est tanké dans le diesel, mais pour la voiture électrique ça marche plutôt bien. Donc ça dépend des filières et des marques.

MdA : Comment avez-vous fait le choix de Meeschaert ?

Thibaut Hyvernat : Je ne choisis pas tout seul.

André Renaison : Oui, ce genre de processus est d'abord basé sur une discussion préalable entre actionnaires et des éléments/conditions partagés et décidés en amont.

Thibaut Hyvernat : Ça dépend beaucoup de l'historique récent, de ce qui a pu se passer, des nouveaux objectifs... Quand il s'agissait d'une mise en vente par un groupe industriel, j'avais fait savoir que je voulais mener la reprise dans une aventure entrepreneuriale. On venait de sortir du groupe Arjo Wiggins qui était dans une position difficile, et même si tout le monde était bien conscient



qu'il fallait que l'opération atterrisse il faut se rappeler qu'à l'époque ce n'était pas un cadeau d'avoir ce label dans la communauté financière, même si on expliquait que nous n'avions rien à voir. La seconde fois était différente : nous étions arrivés à un niveau de maturité qui faisait que Meeschaert n'avait plus la taille pour nous accompagner dans la prochaine phase de développement.

Jacques-Henri Hacquin : Est-ce que ce n'est pas une question de croissance externe ? Je vois beaucoup de deals qui se font avec, dans le panier de la mariée, une croissance externe à venir.

Olivier Renault : Et cette croissance externe "embarquée" est généralement pré-vendue dans l'opération...

Thibaut Hyvernat : C'est vrai, et c'est souvent à ce genre d'occasion que le changement d'actionnaires se présente. Lorsqu'on est opérationnel d'une entreprise accompagnée par un fonds, le fonds a normalement toujours l'argent nécessaire pour soutenir l'entreprise si nécessaire, et il n'a généralement pas besoin de le faire. En revanche, à des moments de croissance externe forts qui demandent un investissement très significatif, la question peut se poser : quelle est la bonne taille de fonds pour accompagner l'entreprise à ce niveau là ?

MdA : L'expertise sectorielle peut-elle jouer ?

Thibaut Hyvernat : De mon point de vue, non. Les LPs ont sans doute une vision différente. De mon côté, je n'ai jamais constaté de grosse différence d'appréciation de notre activité entre des gens qui étaient des experts sectoriels et des gens qui ne l'étaient pas.

André Renaison : Il faut quand même avoir un vernis pour comprendre qu'un industriel de la santé à des particularités. Ce n'est pas possible, dans le cas de Sterimed qui est une entreprise très spécialisée, de ne pas avoir une bonne connaissance du quotidien opérationnel pour pouvoir accompagner l'entreprise. Il faut quand même avoir un bagage.

Thibaut Hyvernat : Ca je suis d'accord, ce que je veux dire c'est qu'il y a des gens qui ont une compréhension plus ou moins forte en fonction de leur historique dans le secteur, mais généralement les discussions ne portent pas sur la technicité de l'opérationnel.

André Renaison : Mais il faut comprendre que Sterimed est un industriel, et que donc il y a des besoins financiers particuliers.

Thibaut Hyvernat : Dans les fonds que j'ai connus ces dernières années, il y a des gens qui, sans aller jusqu'à une expertise sectorielle, ont une coloration qui les rend allergiques à certains secteurs. Par exemple, il y en a qui ne touchent pas aux boîtes où il y a des CAPEX. Et là effectivement la culture peut être très différente et très peu compatible avec une entreprise comme Sterimed.

André Renaison : Un autre point aussi est la volonté d'aller sur des marchés lointains et complexes, comme la Chine ou le Mexique.

Thibaut Hyvernat : C'est effectivement très important, mais c'est aussi rassurant pour certains fonds. Si le fonds a la sensation que les choses sont bien prises en main et que le management sait ce qu'il fait, cela se passe globalement plutôt bien.

André Renaison : C'est une culture du risque qui est plus présente dans le small cap que dans le mid. Les investisseurs qui font du small ont l'habitude de prendre plus de risques.

Thibaut Hyvernat : Pour revenir sur les valorisations, une des craintes qu'on a aujourd'hui est la question du niveau de sur-stock qui a été fait dans la chaîne ?

André Renaison

- André Renaison (Agro, Escp) est associé de Meeschaert Capital Partners. Acteurs du Private Equity depuis plus de 15 ans, il a travaillé préalablement eu sein des équipes Private Equity d'Edmond de Rothschild, de BNP Paribas, et a eu des expériences opérationnelles pendant 8 ans en tant que Directeur dans le domaine IT, Finance et Contrôle de Gestion, Audit & Conseil au sein des groupes BNP Paribas, Fininfo (Editeur de Logiciel) et Arthur Andersen Management.
- André siège aux boards de Sterne, Id Systèmes, d'Aterno et préalablement au board de Sterimed (cédée en octobre).
- La société de gestion gère plus de 600 M€. Les sociétés du portefeuille d'entreprises de Meeschaert Capital Partners représentent un chiffre d'affaires cumulé de 700 M€ et totalisent plus de 4000 emplois.



En mars tout le monde a constaté qu'on n'avait pas ce qu'il fallait et une partie de notre activité a été portée par cela. Aujourd'hui, qu'est-ce qui a été vraiment consommé par la suractivité des services de réanimation, qui n'est rien par rapport à la consommation hospitalière globale. Et donc une des craintes qu'on a c'est que dans les mois qui suivent la fin de la crise, les hôpitaux se rendent compte qu'ils ont des stocks pour des mois et des mois et là, ça pose un risque pour notre activité. L'année 2020 est atypique et ne peut être transposée à l'année suivante.

Fabrice Huglin : C'est le fameux Ebitda Covid, il est impossible à estimer.

André Renaison : Un point essentiel qui vient d'être soulevé, c'est que celui qui a la responsabilité de l'endettement de l'entreprise doit prendre les décisions. Jamais, en tant que fonds, nous n'avons cherché à imposer une dette à une participation.. Ce sont les dirigeants qui ont le dernier mot sur le business plan et qui doivent être prêts à

assumer une dette (niveau et structure). Ce n'est pas le rôle d'un fonds ou d'un banquier de décider de la dette à lever mais bien à celui qui va l'assumer et en a la responsabilité.

Thibaut Hyvernat : La plupart des fonds sont sur ce mode opératoire. En revanche, les pourvoyeurs d'argent peuvent être un peu pousse-au-crime.

“Cette crise a permis de révéler ceux qui étaient capables de passer outre la stupeur pour faire preuve d'agilité et de compréhension très rapide de nouvelles problématiques, tout en gardant un respect des personnes, des salariés bien sûr mais aussi des fournisseurs.”

André Renaison

Le nombre de fois où l'on m'a proposé un prêt que j'ai dû refuser.

Fabrice Huglin : C'est aussi parce qu'il y a de l'argent sur le marché. Ce n'est pas comme en 2008, la crise est sanitaire, pas encore financière.

Jacques-Henri Hacquin : Les fonds de dette sont actuellement dans une situation difficile, ils ne peuvent pas accompagner à des entreprises dont l'activité s'est effondrée pendant la crise, et cherchent à accompagner des sociétés plus « CovidProof ». Cependant certaines de ces entreprises n'ont pas besoin de prêt, et/ou ne veulent pas s'endetter avant d'en savoir plus sur l'évolution de la crise.

André Renaison : Il y a aussi, depuis ces dernières années, le fait que la planche à billets a beaucoup fonctionné. Aujourd'hui, il y a deux monnaies qui tiennent le monde : le dollar et l'euro qui de par leur hégémonie permet au système de tenir et d'éviter la reprise de l'inflation.



Fabrice Huglin : Mais il faut faire attention à ne pas tomber dans de la déflation. C'est un risque bien réel, comme cela est arrivé au Japon dans les années 90.

André Renaison : Je veux dire que comme il n'y a pas d'autres monnaies de remplacement, on ne voit pas de dépréciation des monnaies étalons. Le Yuan est trop sous contrôle et pas assez diffusé en dehors de la Chine pour en faire une monnaie de référence. Un autre sujet qu'on a pas encore évoqué, c'est la digitalisation de l'économie. Je sais que c'est un sujet prégnant qui intervient un peu partout notamment depuis la Covid.

MdA : On a vu des sociétés faire en trois mois ce qu'ils n'avaient pas fait



en trois ans. Il y a eu une accélération au niveau des grands groupes, des ETI, des PME... Quelle est votre expérience sur ce sujet ?

André Renaison : Le premier aspect vécu par nos participations est la digitalisation par la bureautique. La mise en place de la visioconférence, l'évolution des process commerciaux en transformant les processus utilisant des supports papier en supports digitaux. Je pense aux bons de commandes, à la mise en place de plateformes d'enchères pour les clients et les fournisseurs, ... Le suivi logistique a aussi évolué rapidement depuis une base un peu fragile et est désormais bien plus performant, avec un suivi GPS précis, des systèmes d'alerte, des reportings, Malheureusement, on

se rend aussi compte qu'il n'est pas possible de tout digitaliser. Il y a notamment des processus de ventes qui sont très compliqués à digitaliser, notamment lorsque l'on atteint des montants élevés - au-delà de 1000 euros par produit, les acheteurs semblent avoir toujours besoin de voir le produit, de le toucher, d'avoir une expertise et des conseils associés pour pouvoir concrétiser l'acte d'achat. Par exemple, on ne va pas acheter une voiture sans la voir, l'essayer au moins une fois.

MdA : Comment avez-vous aidé vos participations à se digitaliser ?

André Renaison : Il faut d'abord je pense faire la différence entre les standards qui existent déjà et pouvaient être mis en place sans nécessiter une phase de conception, comme la numérisation de la supply chain. A contrario si les outils ne font pas l'objet d'une offre digitale existante, cela nécessite de se mettre en mode projet complet avec les phases notamment d'expression détaillée de besoins et de conception. Le timing est par construction plus long. Ce qui modifie la donne depuis la Covid, c'est l'urgence du besoin qui amène les entreprises à prendre des décisions et à exécuter plus rapidement que prévu ces projets : elles pouvaient avoir l'intention de le faire dans les deux ans à venir, mais la crise a fait remonter ce projet dans l'ordre des priorités et dorénavant, il faut le faire de manière plus abrupte et dans un timing plus serré.

Fabrice Huglin : Globalement ce que l'on voit c'est que l'on a tous été un petit peu amenés à travailler différemment, mais comme le dit André les produits étaient déjà là, on ne les utilisait pas régulièrement.. Il n'y a pas eu beaucoup de développement spécifique sur ces sujets : la numérisation de l'économie était déjà là, elle se faisait juste à pas plus lents. On a fortement progressé de ce point de vue là, mais les démarches elles-mêmes n'ont pas



JACQUES-HENRI HACQUIN
associé de NG Finance



ANDRÉ RENAISON
associé de Meeschaert
Capital Partners.



THIBAUT HYVERNAT
P-dg du groupe Sterimed



FABRICE HUGLIN
associé d'ACA Nexia



OLIVIER RENAULT
Associé de Lamatine Conseil

changé, le nombre d'utilisateurs à juste progressé dans un contexte de travail assez spécifique. Ce qui est intéressant car cela en montre aussi les limites : manque de relationnel, problématiques humaines et commerciales... C'est ce qui pousse les entreprises à s'en sortir le plus rapidement possible pour essayer de retrouver une activité un petit peu normale.

André Renaison : On parle peu des problèmes de santé psychologique et physique. Il y a des pathologies qui se sont développées dû au manque d'activité, et cela a aussi un impact sur les entreprises. Le manque de présentiel peut entraîner certains salariés dans des phénomènes de nature dépressive parce qu'ils n'ont plus de lien social. Tourner en rond dans son appartement, ce n'est pas tenable à long terme, on a besoin

de voir nos concitoyens. On parlait de la deuxième vague : le point qui nous embête ce n'est pas le mois de confinement qui revient, ce sont les solutions à mettre en place pour les six mois à venir. Comment est-ce qu'on va gérer ça sans mettre à mal à nouveau la majorité des entreprises, et sans même parler de la possibilité d'une troisième vague début 2021 ? SI on refait du stop-and-go à Noël. Nous risquons de repartir en confinement en février. Donc il faut absolument trouver des solutions pour que la vie économique fonctionne à peu près normalement dans les six mois qui viennent, que ce soit via une généralisation des gestes barrières et des comportements privés plus raisonnables, de façon à ne pas casser ni l'économie, ni le système sanitaire, ni les liens sociaux. Je ne vois pas comment on ne pourrait pas

avoir de système de type couvre-feu nocturne plus régulier pendant les six prochains mois sans que ça craque à nouveau au niveau sanitaire, surtout que l'on commence à mieux connaître les modèles d'évolution de la maladie en fonction des mesures mises en place.

Thibaut Hyvernats : Et puis il faut penser à l'effet sur les marchés. Être coté en Bourse aujourd'hui c'est un peu l'enfer.

Fabrice Huglin : Effectivement il y a cette tendance de fonds sur les retraits de cote depuis quelques années. Il y a une accélération qui est évidente.

André Renaison : La cotation est de moins en moins intéressante mis à part pour des entreprises d'une certaine taille (en centaines de millions



de chiffre d'affaires) ou des secteurs particuliers, comme la biotech.

Fabrice Huglin : C'est vrai, on voit surtout beaucoup de boîtes être cotées pour un one-shot, mais l'objectif n'est pas d'y rester à long terme.

Thibaut Hyvernat : C'est ce genre d'aspect qui fait que la cotation sur les marchés a été dévoyée, au sens où aujourd'hui on considère la cotation comme une sortie pour les actionnaires, alors que la Bourse est avant tout là pour permettre aux entreprises d'aller chercher des fonds. Pour une entreprise qui n'a pas besoin de faire un appel public à l'épargne régulier pour sa croissance, être cotée en Bourse est un enfer et ne sert pas à grand-chose.

Fabrice Huglin : Après les entreprises en bourse restent un peu mieux valorisées que les entreprises dans le Private Equity.

Jacques-Henri Hacquin : Pourtant, si nous regardons les différents compartiments d'Euronext, nous observons que certains contrats de liquidité sont en place les 2-3 premières années, mais peu, après. Les titres n'ayant pas ou peu de liquidité,

n'ont que peu de sens en termes de valorisation. On vient de voir par exemple pour une OPRO, une prime de 270%. Lors de nos études, ces dernières années, nous avons calculé une moyenne de primes comprise entre 30 à 40% de l'action permettant d'aller récupérer le flottant, les actionnaires minoritaires, etc.

MdA : Quelle est la tendance chez vous ? D'habitude cela tourne autour de 80-100 management packages par an ?

Jacques-Henri Hacquin : Avec 300 LBOs par an en moyenne, sur les bonnes années, notre volume de Management package valorisé approche les 70 packages pour 2020. Cette baisse vient principalement des secteurs les plus impactés.

MdA : Vous faites aussi l'intéressement des salariés ?

Jacques-Henri Hacquin : Très peu, la structuration de FCPE est plutôt réalisée par d'autres acteurs, mais nous travaillons avec eux sur la valorisation de ces fonds, en termes d'expertise indépendante. Nous intervenons principalement sur la valorisation

des ADP, AGADP et BSA ainsi que d'autres instruments qui viennent répondre à des problématiques d'intéressements spécifiques. Grâce à une législation fournie, nous disposons de toute une gamme de produits qui s'adaptent spécifiquement au besoin des managers et salariés.

Olivier Renault : En effet, nous avons des opérations de transmission en cours associant fortement les salariés à la reprise, au travers de FCPE de reprise notamment, lesquels sont particulièrement soutenus par les pouvoirs publics, et qui le seront davantage encore dans les scénarios à venir de sortie de crise.

MdA : C'est toujours beaucoup d'opérations.

Jacques-Henri Hacquin : Moins d'opérations aujourd'hui, mais des valorisations toujours élevées dans certains secteurs d'activité, du fait d'une forte liquidité des fonds et des taux bas. Les cycles et les opérations se sont raccourcis dans certains secteurs, à 2-3 ans au lieu de 4-5 ans, il y a encore quelques années. On m'interroge même sur des sujets de sortie à 9-14 mois !



Fabrice Huglin : Il y a un effet rattrapage avec le besoin de déployer, même si je pense qu'il y en aura moins en 2020 que dans les années précédentes, ce qui ne me surprend pas. On devrait arriver à 1700-1800 opérations cette année, contre environ 2000 d'habitude.

Olivier Renault : Il y aura en effet une baisse en volume sur 2020, liée principalement au décalage de certaines opérations, avec le souci de les paramétrer sur des agrégats fin d'année.

MdA : André, quels sont les nouveaux sujets que vous regardez ?

André Renaison : Il y a le secteur de la santé, où nous avons fait des deals récemment (System en octobre 2020). Mais là encore c'est une rencontre avec une équipe de management, il faut un bon premier lien. Après en ce moment les secteurs de la Santé et du Logiciels sont les plus recherchés, et donc il faut savoir appréhender en amont le bon attelage management/qualité de l'actif et cela impose des processus soumis à des actions de préemption. La dimension internationale est un point important aujourd'hui. C'est en effet



une force de ne pas être positionné sur une seule géographie - c'est une force de Sterimed, par exemple, parce que cela renforce l'entreprise en cas de ralentissement qui n'est pas soumis à un seule tendance locale de marché.

Olivier Renault : Pour notre part, nous avons en effet des opérations qui s'enclenchent dans des secteurs "résilients" et dont la solidité a pu être testée au plus fort de la crise : la santé bien entendu, mais également le BTP ainsi que les activités de prestations associées, l'édition de logiciels, l'enseignement...

Thibaut Hyvernat : J'adore entendre quelqu'un dire que la Chine ralentit : si tout le monde ralentissait à la vitesse de la Chine... C'est sûrement vrai, mais elle reste beaucoup plus rapide que le reste du monde, avec une croissance nettement supérieure. Je suis d'accord sur l'importance de l'international, d'autant que pour nous il s'agit de quelque chose qui a toujours été là - on fait 5% de notre chiffre d'affaires en France, par exemple. Mais c'est un vrai challenge de ne plus pouvoir se déplacer en cette période de covid, à la fois en termes d'équipes, de clients, de partenaires et de fournisseurs. On



fait des économies, bien sûr, mais j'espère qu'on va rapidement pouvoir reprendre les grands déplacements, et je pense que la meilleure manière d'y arriver est une coordination des Etats dans leurs réponses à la problématique du voyage. Je devais aller en Allemagne récemment : il fallait faire un test PCA avant d'y aller, d'accord, mais ça n'empêchait en rien la possibilité d'être mis en quarantaine pendant 15 jours. Quand on veut y aller pour deux jours de réunion... Donc la réaction des pays doit être organisée à travers des tests antigéniques constamment présents dans les aéroports, parce que travailler à distance empêche vraiment de démarrer de nouveaux contrats ou partenariats, ce qui est mauvais pour le pipeline. ■