

--	--	--	--	--	--

PRIVATE EQUITY

ACTUALITÉS ET PERSPECTIVES 2024



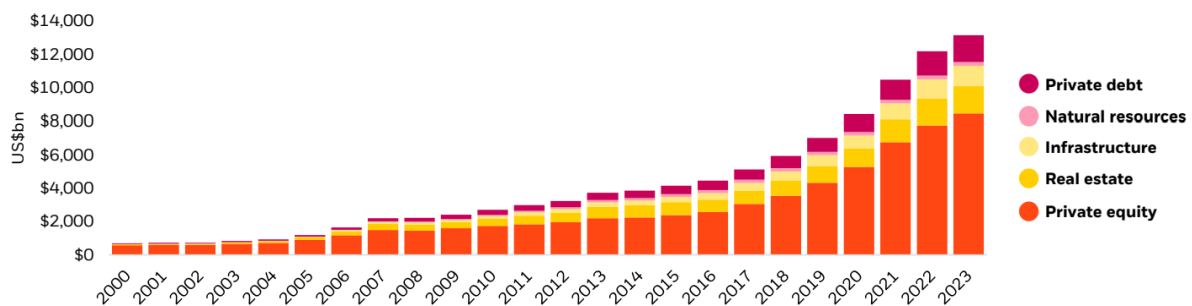
LES INFORMATIONS PRÉSENTÉES
DANS CETTE NOTE NE
CONSTITUENT PAS DES CONSEILS
EN INVESTISSEMENT

Private Equity – Actualités et perspectives 2024

Après un début de décennie assez atone sur le marché du *Private Equity*, les banques centrales furent soucieuses de rétablir de la confiance et de redynamiser l'économie mondiale. Elles décident alors de déployer leur arsenal de politiques monétaires conventionnelles et non-conventionnelles. La FED réagit la première en abaissant le taux directeur à 0%, et en mettant en place des programmes de rachat d'actifs (*Quantitative Easing*), suivie par la Banque Centrale Européenne.

Ces politiques monétaires - associées à des politiques budgétaires expansionnistes et des plans de relances gouvernementaux à l'occasion du COVID-19 - ont eu pour conséquence l'augmentation considérable de la masse monétaire, en particulier sur les marchés financiers. Le *Private Equity*, classe d'actifs la plus performante et la moins volatile, a donc logiquement profité de cet afflux monétaire, comme nous pouvons le voir dans le graphique ci-dessous, issu du rapport *Private Markets Outlook 2024* publié par BlackRock.

Actifs sous-gestion par classe d'actifs alternatifs (valeur non réalisée et dry powder)



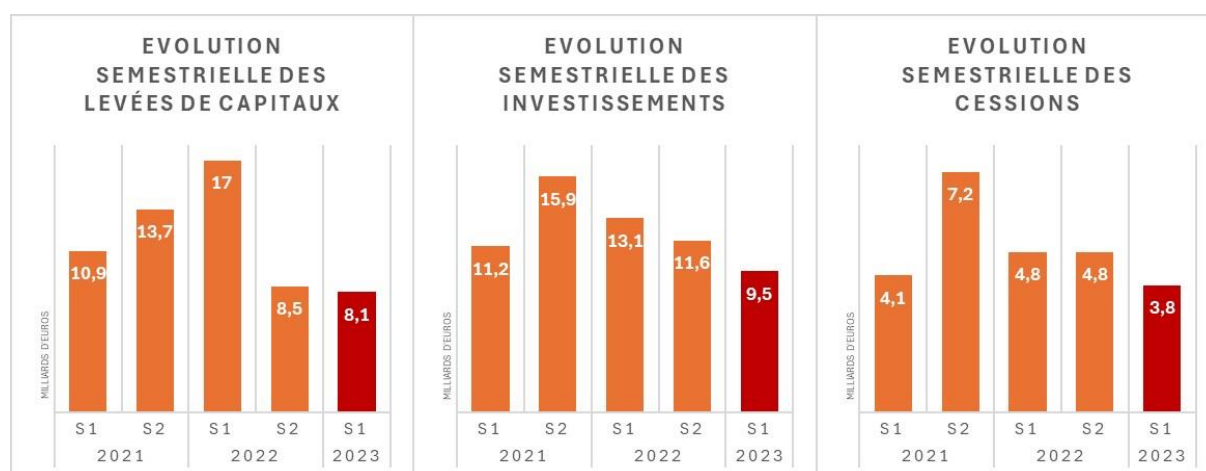
Cet afflux de capitaux au cours de la décennie, progressif mais néanmoins massif, a influé sur la valorisation des sociétés financées. L'offre de sociétés à financer augmentant moins rapidement que le stock de capitaux à déployer, les fonds de *Private Equity* ont en effet été contraints de participer à des processus de sélection extrêmement concurrentiels, afin d'être en mesure de déployer les capitaux collectés. Cela s'est traduit par une hausse des multiples de valorisation, comme en témoigne le multiple EV/EBITDA qui est passé de 6,6x en 2010 à 11,6x en 2021 selon l'Argos Index mid-market.

Le basculement du cycle économique, et par extension du marché du *Private Equity*, fut précipité par le conflit en Ukraine, impliquant la Russie (1^{er} exportateur mondial de gaz naturel, 2^{ème} exportateur mondial de pétrole et 3^{ème} exportateur mondial de charbon) et l'Ukraine (1^{er} exportateur mondial d'huile et de tourteau de tournesol, 4^{ème} exportateur mondial de maïs). La baisse de la production ainsi que les sanctions mises en place ont en effet provoqué un choc d'offre négatif, qui, associé à une masse monétaire importante et à des perturbations sur les chaînes de production, ont précipité le retour de l'inflation. Ce retour rapide de l'inflation a contraint les banques centrales à augmenter leurs taux directeurs à compter de mars 2022 (500 bps pour la FED, 450 bps pour la BCE).

Ces hausses de taux, couplées au durcissement des conditions de crédit, ont été défavorables au marché du *Private Equity*. Premièrement, parce que les hausses de taux ont pénalisé les perspectives de rendement de nombreuses opportunités d'investissement, en particulier des opérations de LBO à fort effet de levier. Deuxièmement, parce que ces hausses de taux ont dégradé les perspectives de croissance des économies développées, augmentant ainsi le manque de visibilité concernant le business plan des entreprises, dans un environnement déjà imprévisible, lié au contexte géopolitique et à l'impact de l'inflation sur les marges des entreprises.

La raréfaction des *mega deals* a entraîné une baisse des volumes de transaction, à la fois sur le marché du M&A, en recul de 21% dans le monde selon Refinitiv, mais également sur le marché du *Private Equity*. Selon France Invest, le volume de transactions des sociétés de gestion françaises au 1^{er} semestre 2023 est en recul : les investissements ont diminué de 40% par rapport au S2 2021 (plus haut historique) et de près de 18% par rapport au S2 2022, alors que les cessions ont diminué de 47% par rapport au S2 2021 (plus haut historique), et de 20% par rapport au S2 2022.

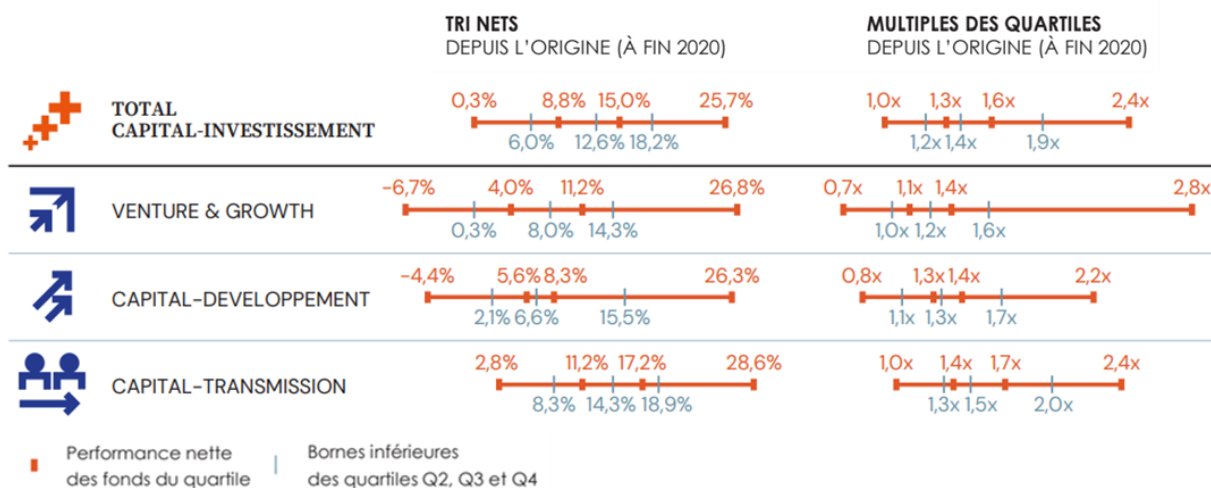
Cette baisse des volumes de transactions a influé sur les multiples de valorisation : le multiple moyen EV/EBITDA s'établit à 9,1x au 3^{ème} trimestre 2023, selon Argos Index mid-market. Par ailleurs, la baisse du volume de cessions a entraîné une baisse des distributions des GPs vers les LPs, pénalisant ainsi la collecte. Selon France Invest, les levées de fonds ont diminué de 52% par rapport au S1 2022 (plus haut historique), mais seulement de 4,7% par rapport au S2 2022. Nous pouvons également observer un allongement de la durée de levée de fonds, qui prend désormais 7 mois de plus que la durée moyenne des levées de fonds entre 2016 et 2022.



Source : *Activité des acteurs français du capital investissement, France Invest & Grant Thornton*

Ces baisses sont bien évidemment importantes, mais elles sont à mettre en perspective avec les volumes de transactions pré-COVID. Si nous comparons les données du S1 2023 aux moyennes historiques des années 2016-2019, les volumes d'investissements sont de 25% supérieurs, les volumes de cessions de 15% inférieurs, et les volumes de levées de fonds de 8% inférieurs. Nous assistons donc à une normalisation de l'activité, synonyme de la fin d'une période d'euphorie provoquée par les phénomènes sus-cités. Ce que nous enseignent en

revanche ces données, c'est la fin d'un marché structurellement haussier. Malgré cette croissance structurelle, nous pouvons observer une grande disparité historique dans les retours sur investissement, comme le montre le rapport sur la performance nette des acteurs français du capital investissement 2023, publié par France Invest et EY, relatif à la répartition de la performance nette par quartile.



La fin de ce cycle haussier nous oblige donc, en tant qu'investisseur, à plus de sélectivité dans les investissements. Ce phénomène a eu pour conséquence un accroissement significatif des parts de marché des dix plus importantes sociétés de gestion mondiales qui augmentent de 77% sur le marché du *Private Equity*, et de 150% sur le marché du *Venture Capital* entre la période 2018-2021, et la période 2022-S1 2023, selon Preqin et Apollo.

La baisse du nombre de cessions, en particulier dans le secteur du LBO large cap, associée à une baisse des IPOs en 2022 et 2023, devraient par ailleurs augmenter le nombre de sociétés à céder en 2024. Les GPs, contraints de réaliser des distributions afin de ne pas excessivement pénaliser le TRI de leurs fonds, devraient ainsi se tourner vers le marché secondaire afin d'obtenir de la liquidité via des opérations GP-led. Le marché du secondaire, qui a quadruplé durant les dix dernières années, devrait donc s'imposer comme l'une des stratégies incontournables en 2024, et ce d'autant plus que l'offre structurellement déficitaire devrait permettre aux fonds secondaires d'être en position de force et d'ainsi exercer une pression à la baisse sur les valorisations.

La probabilité de baisse des taux directeurs par les principales banques centrales mondiales, couplée à la crédibilité d'un scénario de *soft landing* au sein des économies développées, laissent par ailleurs présumer d'une amélioration des perspectives économiques et des conditions de financement, favorables à un regain d'activité au sein du marché du *Private Equity* en 2024. Cette reprise de l'activité pourrait s'avérer être une opportunité pour les investisseurs (LPs) disposant de liquidités, qui bénéficieraient ainsi d'une situation macroéconomique plus lisible et de points d'entrée intéressants, compte tenu de la baisse des multiples de valorisation. Cette baisse des multiples reste toutefois à relativiser, car nous observons une polarisation des multiples de valorisation, en particulier dans le LBO : les actifs

de belle qualité conservent des multiples de valorisation relativement élevés, alors que la valorisation des actifs de qualité médiocre s'effondre.

Malgré des anticipations de reprise économique, il conviendra d'être prudent et de favoriser les investissements dans des sociétés rentables, ou au sein d'entreprises – bien capitalisées – disposant d'une trajectoire claire de rentabilité. Les fonds à privilégier seront ceux dont la performance historique s'appuie sur la croissance de l'EBITDA des sociétés sous-jacentes, à la fois via de la croissance organique, mais également au moyen d'opérations de croissance externes bien exécutées. Les investissements seront donc de préférence à réaliser dans des secteurs profonds et en croissance tels que la technologie, la santé, la transition écologique, le service aux entreprises et l'industrie. Par ailleurs, les fonds très opérationnels, travaillant majoritairement sur des transactions primaires et disposant d'un savoir-faire en termes de structuration des entreprises, seront intéressants à adresser, car ils pourront bénéficier d'un *re-rating* de multiple à la sortie. Des opportunités, notamment dues à la baisse des multiples de valorisation apparaîtront également sur les stratégies *venture* et *growth*. Il conviendra cependant de les adresser aux côtés de *pure players* ayant démontré une capacité à faire *scaler* les sociétés en portefeuille. En tout état de cause, sur l'ensemble des stratégies, nous recommandons de favoriser les sociétés B2B, plus résilientes, avec un potentiel clair d'internationalisation.