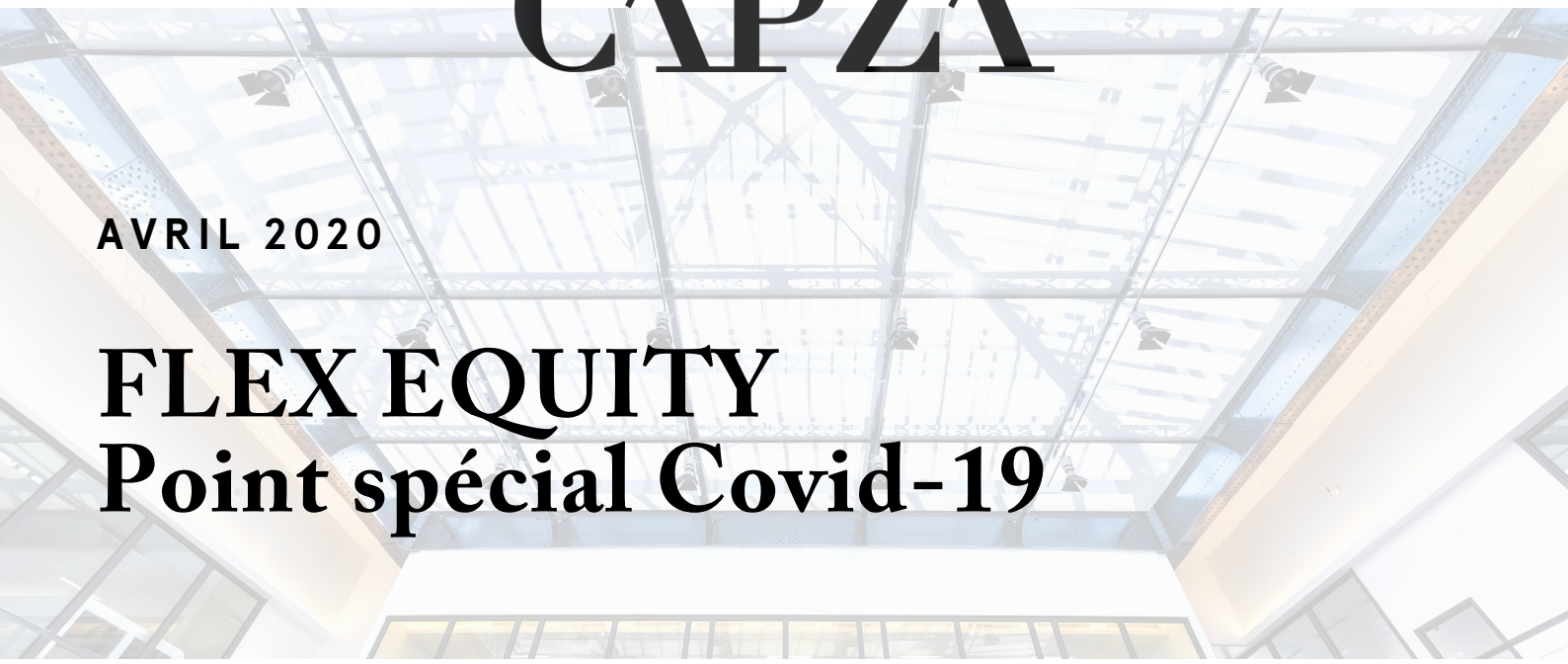
CAPZA



AVRIL 2020

FLEX EQUITY
Point spécial Covid-19

Alors que l'incertitude règne sur les modalités de sortie du confinement, nous tenions à partager avec vous notre analyse de la situation pour le Private Equity et pour la stratégie Flex Equity de CAPZA.

Présents sur le marché depuis 2004, nous avons traversé la tourmente de 2008 mais nous devons bien reconnaître que personne n'avait vu ce cygne noir arriver.

Une crise sans précédent

La crise est unique par sa cause, un choc sanitaire pour lequel aucun Etat n'était préparé ; par sa violence, car elle a causé l'arrêt brutal de l'économie ; et enfin par la méthode pour l'affronter qui consiste à confiner plus de la moitié de la planète avec le choc psychologique que cela implique.

Des états et banques centrales bien plus réactifs qu'en 2009

Dans ce contexte, les Etats et banques centrales ont réagi de manière bien plus rapide et importante qu'en 2009, avec un soutien massif économique et financier. Dispositifs de chômage partiel, report des échéances des taxes, prêts garantis… l'importance de ces mesures devrait, si elles sont rapidement mises en œuvre, éviter la dislocation du système économique et le chômage massif.

Un manque de visibilité sur le rythme de la reprise

Avec des prévisions de baisse du PIB de 8 % en France (chiffres du gouvernement au 20 avril 2020), il est aujourd'hui impossible d'anticiper le rythme de reprise de l'économie, d'une part par manque de visibilité des modalités de sorties, et d'autre part dans la mesure où l'un des leviers de la reprise sera le comportement psychologique des consommateurs, lequel est très difficile à prévoir à date.

Un impact différent selon les secteurs en Europe

Nous avons essayé de discerner les secteurs plus ou moins concernés, d'une part par l'impact à court terme du confinement, d'autre part par l'impact à plus long terme d'une reprise qui risque d'être lente. Ce tableau n'a pas vocation à être exhaustif et peut prêter à débat. Il est l'expression de notre perception ainsi que celle de certains acteurs du capital investissement et des fusions acquisitions avec qui nous avons pu échanger.

IMPACT IMMÉDIAT DU CONFINEMENT

Secteurs les plus impactés

- Voyages/Hôtellerie/Loisirs
- Aviation
- Automobile/Mobilité
- Pétrole/Gaz
- Biens de consommation discrétionnaires
- Prêts à la consommation
- Construction

Secteurs les moins impactés

- Consommation de base
- Soins de santé
- Médias/Divertissement en ligne
- E-commerce
- Logiciels d'entreprise

IMPACT À PLUS LONG TERME D'UNE RÉCESSION

Secteurs les plus impactés

- Retail
- Tourisme/Transport
- Textile
- Certains services BtoB
- Construction/Immobilier
- Energie

Secteurs les moins impactés

- Tech
- Santé
- Services BtoB
- Infrastructure (Plan Marshall attendu, variable selon les pays)
- "Green"/Economie circulaire

Le monde de demain sera en partie différent

A moyen terme, suite à ce choc sanitaire, on peut envisager un certain nombre de changements parmi lesquels, en premier lieu, la relocalisation d'industries stratégiques mais également d'industries plus traditionnelles où le lien de proximité devient un élément de choix du consommateur, ce choix pouvant être influencé par des considérations soit écologiques, soit de provenance. Également, l'importance accrue de la santé, la préoccupation environnementale et la poursuite de la transformation numérique devraient être sources de changement.

INTER VIEW

Comment a réagi le monde du Private Equity ?

Christophe Karvelis-Senn. Les opérations en cours ont été mises en « pause » et les équipes se sont focalisées sur leurs portefeuilles pour accompagner les dirigeants à la fois sur des sujets opérationnels mais également sur des sujets de financement. La profession s'est mobilisée pour remonter des données de terrains et sensibiliser les pouvoirs publics sur les problèmes spécifiques des PME/ETI. Elle est également intervenue auprès des établissements bancaires pour essayer d'avoir une pratique de place sur les financements bancaires du PGE (Prêt Garanti par l'Etat). Les fonds de dette ont fait également preuve de réactivité et de soutien pour les entreprises.

Christophe Karvelis-Senn
Président de CAPZA et
Vice-Président de France Invest

Quelles actions avez-vous mis en oeuvre côté CAPZA ?

Maxence Radix. L'équipe CAPZA a connu la crise de 2009 et a donc réagi immédiatement afin de sensibiliser les équipes de management au principaux enjeux court terme :

- Protection des salariés et continuité de l'activité
- Protection de la trésorerie
- Mesures proposées par le gouvernement

Au-delà des échanges quotidiens que nous avons avec nos équipes de management, nous leur faisons également bénéficier de notre écosystème avec des mises en relation régulières auprès d'interlocuteurs privilégiés (avocats spécialisés, auditeurs spécialisés en restructuring, France Invest, dirigeants/directeurs financiers d'autres participations).

Nous avons également souhaité la mise en place d'un suivi régulier d'indicateurs (suivi de la trésorerie, consommation mensuelle de trésorerie, suivi de la productivité, suivi RH etc…).

Enfin, l'équipe CAPZA accompagne les équipes de management dans la préparation de leur sortie de crise :

- Identification des principaux enjeux commerciaux
- Identification des principaux enjeux d'approvisionnement
- Préparation des effectifs au potentiel rattrapage d'activité post-crise
- Anticipation des besoins de financement

D'autre part, vis-à-vis de nos investisseurs et dans un objectif de transparence, nous avons développé un reporting détaillé mis à jour toutes les deux semaines avec des KPI sur l'ensemble des sociétés en portefeuille. Nous avons également organisé des conférences téléphoniques afin de répondre à leurs questions.

Quel impact sur les valorisations du Private Equity ?

Christophe Karvelis-Senn. Selon une étude Preqin/Adveq sur l'analyse des baisses de valorisation après la crise de 2009, il semble que l'impact sur les valorisations a été moindre dans le private equity par rapport aux marchés cotés. Également, au sein même du private equity, le lower mid aurait été moins impacté que les large buyout.

On peut penser qu'en 2020, l'impact sera variable en fonction de :

1. La capacité des entreprises à traverser la crise du COVID-19 plus ou moins bien
2. Les tailles de deals, et cela pour deux raisons :
   - Le différentiel de multiple payé entre le mid-market et le small/lower mid qui avait augmenté sur les 12-24 derniers mois pour les beaux actifs (12 à 14x pour le mid-market vs 8 à 10x pour le lower mid)
   - Les leviers mid-market supérieurs aux leviers small/lower mid (mid market entre 5 à 7x EBITDA vs par exemple 3,3 pour le portefeuille Capzanine 4). Or plus le levier est élevé, plus l'impact d'une baisse de la rentabilité impactera la valorisation.

Maxence Radix
Co-Head Flex Equity France

Un dernier élément qui devrait permettre d'éviter une baisse substantielle des valorisations est l'usage intensif de la planche à billet par les banques centrales. En effet, ces liquidités qui existent également dans le capital investissement (plus d'ailleurs dans le mid market que dans notre segment) devraient contribuer à atténuer la baisse des prix.

Si l'économie redémarre au T3, sans deuxième vague du COVID, nous pensons donc que l'ajustement des valorisations pourrait rester limité, avec cependant de gros écarts types selon les secteurs. Les secteurs les plus résilients pourraient ne connaitre qu'une baisse de 10 à 15 %. Cet ajustement pourra prendre des formes diverses, mais pour les beaux actifs il est vraisemblable qu'un système de complément de prix sera mis en place, permettant aux vendeurs, si les résultats sont au rendez-vous en 2021 et 2022, d'avoir une valorisation proche de celle qu'ils auraient pu avoir pré-COVID.

Toutefois, nous ne sommes pas convaincus que la reprise soit forte en 2021, ce qui devrait donc permettre aux nouveaux fonds de saisir de belles opportunités.

Quel impact sur les portefeuilles Flex Equity de CAPZA ?

Benoit Choppin. Notre ADN est assez conservateur et nos portefeuilles sont construits de manière diversifiée dans l'objectif de limiter les risques :

- Par le nombre de participation en portefeuille, généralement supérieur à 20
- Par l'approche mixte fonds propre/dette mezzanine qui permet de combiner des revenus « contractuels » et de la plus-value
- Par le choix de secteurs résilients, avec pour le dernier vintage près de 70 % du portefeuille positionné sur la Tech (logiciels d'entreprise), les Services B2B et la Santé
- Par un levier raisonnable (autour de 3 à 3,5x EBITDA en intégrant la mezzanine senior)

- Par une politique constante d'investissement et de désinvestissement qui a permis à notre dernier vintage Flex Equity 4 d'être investi à hauteur de 85 % du fonds en un peu plus de trois ans, tout en ayant actuellement une exposition nette du portefeuille au COVID de seulement 47 % après avoir sorti 4 lignes du portefeuille en moins de 3 ans tout en conservant un portefeuille diversifié de 16 lignes à date.

Comment voyez-vous le vintage 5 en cours de levée actuellement ?

Benoit Choppin
Co-Head Flex Equity France

Benoit Choppin. La levée du vintage 5 démarrée en décembre dernier se poursuit malgré le confinement, avec un premier closing prévu courant mai. CAPZA a traversé la crise de 2008 et su saisir les opportunités à partir de 2009. Nous pensons que les environnements post-crise présentent d'excellentes opportunités, avec des multiples plus attractifs, une compétition moins aguerrie, et des entreprises à même de saisir les opportunités de la reprise. Nous sommes donc confiants sur le vintage 5, et ceci d'autant plus que notre modèle hybride va nous permettre de pouvoir investir dans un premier temps de la mezzanine à un moment où les banquiers seront beaucoup plus frileux, à l'image de la période 2010-2014. Confiant dans l'avenir, le management va investir près de 3 % du fonds.

Jose Tomas Moliner
Responsable CAPZA Espagne

Quelle est la situation de l'Espagne et qu'observez vous sur le marché du capital-investissement ?

Jose Tomas Moliner. L'Etat a mis en place des mesures similaires à la France afin de soutenir l'économie, de manière équivalente en termes de pourcentage du PIB.

En ce qui concerne le marché du capital-investissement, nous pensons que l'Espagne dispose d'un riche écosystème de petites et moyennes entreprises qui sont bien placées pour traverser la crise et que le marché devrait continuer à offrir des opportunités.
En effet, bien qu'évidemment les différents processus ont été ralentis par le blocage de l'activité, CAPZA Espagne avait et a toujours un flux d'opportunités très solide. Nous regardons activement 9 opportunités en ce moment.

Nous continuerons à nous concentrer sur notre thèse d'investissement et nous chercherons à investir dans des secteurs résilients et peu cycliques.

LA SOLIDARITÉ S'ORGANISE

Don de surblouses

CAPZA, en partenariat avec Novomed organise un don de surblouses à des hôpitaux fortement impactés par le COVID-19.

Mécénat de compétences

CAPZA a mis en place un mécénat de compétences, permettant à ses équipes de soutenir des entreprises et des associations ayant besoin d'aide dans le contexte du COVID-19.

Nos participations sont également actives en matière de solidarité :

W Clinics

- Aide aux autorités sanitaires espagnoles en fournissant des équipements aux hôpitaux et maisons de retraite
- Soutien psychologique mis à disposition

Recommerce

- Soutien de la Fondation pour la recherche de l'AP-HP (Assistance Publique-Hôpitaux de Paris) avec pour chaque achat d'un téléphone reconditionné, une donation de 1€ minimum

CONTACT

Caroline Abensour
Responsable Commerciale
cabensour@capza.co

DISCLAIMER

CAPZA

CAPZA est le nom commercial d'Atalante SAS, société de gestion de portefeuille agréée le 29/11/2004 sous le numéro GP-04000065 par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et n'a pas vocation à être juridiquement contraignant ou contractuel. Il ne s'agit pas d'une offre d'achat, de vente ou de souscription à un instrument financier, ni d'une offre commerciale pour un investissement dans des fonds futurs gérés par Atalante S.A.S. (les « Fonds »). Rien dans ce document ni dans aucun document ultérieur ni dans aucune communication ne doit être interprété comme une recommandation d'Atalante S.A.S. ou une entité du groupe à investir dans les titres ou à ne pas investir dans une autre transaction. Atalante S.A.S. décline toute responsabilité quant aux décisions d'investissement prises sur la base des informations contenues dans ce document.

Ce document est confidentiel et a été préparé par Atalante S.A.S. uniquement pour informer la personne à qui il a été remis. Il ne doit pas être reproduit, transmis, distribué ou publié en totalité ou en partie, par quelque moyen que ce soit, à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Atalante S.A.S. Aucune des données présentées dans ce document ne peut être utilisée à des fins commerciales sans le consentement exprès d'Atalante S.A.S., des membres de son Conseil de Surveillance, employés et entités du groupe et ils déclinent toute responsabilité quant à l'utilisation du contenu des données et toute conséquence résultant d'une telle utilisation. Toute utilisation ou reproduction non autorisée de ces données peut donner lieu à des poursuites judiciaires. En acceptant de prendre connaissance de cette présentation, chaque investisseur potentiel accepte les conditions ci-dessus.

Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à investir dans les Fonds par des personnes se trouvant dans un territoire où une telle offre ou invitation n'est pas autorisée ou dans laquelle une personne qui cherche à faire une telle offre ou une telle invitation n'est pas qualifiée pour le faire, ou une personne pour qui il est illégal de faire une telle offre ou une telle invitation. Il incombe aux investisseurs de s'assurer du respect intégral des lois et de la réglementation de tout territoire en rapport avec toute demande de participation aux Fonds, y compris l'obtention de tout accord requis, par toute autorité gouvernementale, et le respect de toute autre formalité prescrite dans les territoires considérés. Ce document s'adresse uniquement aux personnes suivantes: investisseurs qualifiés, clients professionnels et investisseurs éligibles au regard de chaque législation locale.

Ce document s'adresse uniquement aux lecteurs suivants : investisseurs qualifiés ou clients professionnels. En tout état de cause, le Fonds ne peut être souscrit que par des investisseurs qualifiés, conformément aux articles L. 533-16 et L. 533-20 du Code financier. Les parts du Fonds n'ont pas été et ne seront pas approuvées, enregistrées ou qualifiées par prospectus en France, au Luxembourg, aux États-Unis d'Amérique, au Royaume-Uni ou dans tout autre pays.

Toutes les opinions exprimées et / ou les convictions contenues dans le présent document, tous les points de vue et toutes les projections, prévisions ou déclarations relatives aux attentes d'événements futurs ou à la performance éventuelle des Fonds représentent la propre évaluation et interprétation d'Atalante S.A.S. des informations mises à sa disposition à la date de ce document. Aucune déclaration n'est faite (ou garantie donnée) que ces déclarations, points de vue, projections ou prévisions sont correctes ou que les objectifs des Fonds seront atteints. Les investisseurs doivent déterminer eux-mêmes quelle confiance (le cas échéant) ils doivent accorder à ces déclarations, points de vue, projections ou prévisions, et Atalante S.A.S. n'assume aucune responsabilité à l'égard de ceux-ci. Les performances passées ne garantissent pas les performances futures. Atalante S.A.S., les membres de son Conseil de Surveillance, ses employés ou les entités du groupe, ne donnent aucune déclaration, garantie ou engagement, explicite ou implicite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations et des opinions contenues dans le présent document et aucune responsabilité n'est acceptée par ces personnes quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et de ces opinions.

Certaines des informations contenues dans ce document ont été obtenues à partir de sources préparées par d'autres parties. Ni Atalante S.A.S. ni aucune autre personne n'assume la responsabilité de l'exactitude, de l'exhaustivité ou de l'impartialité de ces informations. Il y a eu et il pourrait y avoir d'autres versions de ce document ou d'autres documents en rapport avec les Fonds ou Atalante S.A.S. qui peuvent contenir plus ou moins d'informations ou qui peuvent différer significativement de ce document. Les informations énoncées dans le présent document peuvent faire l'objet de mises à jour, de révision, de vérification et d'amendements, et ces informations peuvent subir des modifications substantielles. Atalante S.A.S. n'est en aucun cas tenu de mettre à jour, compléter, réviser, vérifier ou modifier ces informations et / ou de fournir aux investisseurs d'autres documents antérieurs, actuels ou futurs en rapport avec les Fonds.

Ce document contient des informations sur Atalante S.A.S., les membres de son Conseil de Surveillance, ses employés et les entités du groupe, ainsi que sur les performances historiques de ces personnes en ce qui concerne le financement ou la structuration de projets ou les activités de gestion d'actifs en général, auxquelles elles participent ou ont été associées. Aucune assurance ne peut être donnée que l'une des personnes mentionnées dans ce document sera impliquée dans la gestion des Fonds ou fournira un service particulier tout au long de la vie des Fonds, ou que leur association avec les Fonds garantira le succès futur des Fonds.