



LA DETTE MEZZANINE EN EUROPE

idinvest
PARTNERS

ANALYSE DE L'OFFRE
ET DE LA DEMANDE

SOURCES ET MÉTHODOLOGIE

DÉFINITIONS ET SOURCES

Objectif de l'étude : Offre vs demande sur le marché européen de la dette mezzanine

Comparer l'offre existante sur le marché de la mezzanine en Europe évaluée en nombre et en valeur de deals mezzanine à la demande correspondant au dry powder des fonds mezzanine actuellement présents sur le marché européen.

Collecte des données:

Cette étude a été réalisée à partir de la base de données propriétaire d'Idinvest Partners, les informations ont été recueillies par l'équipe dette depuis 6 ans. Les données sont à fin octobre 2013.

Ces données ont été recoupées avec celles publiées sur des bases de données spécialisées: Preqin, Debt Wire, S&P LCD, Credit Suisse, Unquote.

Définitions:

Offre :

Volume des deals mezzanine en Europe

Demande :

Dry powder des fonds mezzanine qui ciblent des transactions en Europe

Taille des deals :

Small cap (< € 15m), lower mid-cap (€ 15-50m), upper mid-cap (€ 50-100m), large cap (>€100m)

Tailles des fonds :

Small-mid cap (= < € 500m), mid-large cap (> € 500m)

Focus géographique du fonds :

Europe

NB: l'étude prend en compte seulement les fonds ou les transactions dont les informations sur la taille et le dry powder sont disponibles

HYPOTHÈSES

Allocation du dry powder en fonction de la taille des transactions

On estime que les fonds vont déployer leur dry powder en fonction de la taille des transactions: les fonds small-mid cap vont plutôt cibler les transactions small et lower mid cap, les fonds large cap vont plutôt cibler le segment upper mid et large cap en fonction de leur stratégie.

Estimation du déploiement du dry powder

On estime que la période d'investissement moyenne des fonds mezzanine est de 3 ans.

Le marché de la mezzanine en Europe a faiblement varié sur les 3 dernières années : 2011, 2012, 2013. Nous faisons l'hypothèse que le volume du marché en 2014, 2015, 2016 sera aussi stable que les trois dernières années.

MÉTHODOLOGIE

Estimation du dry powder actuel des fonds mezzanine européens présents actuellement sur le marché.

Répartition du dry powder en fonction de la taille des fonds: small-mid cap (= < €500m) et mid-large cap (>€500m).

Analyse des écarts entre l'offre (deals mezzanine) et la demande (dry powder) sur une période de 3 ans, correspondant à l'estimation de la période de déploiement du dry powder.

Estimation du volume (nombre) et des montants des transactions mezzanine en Europe.

Répartition du nombre et de la taille des dettes mezzanine: small cap (< € 15m), lower mid-cap (€ 15-50m), upper mid-cap (€ 50-100m), large cap (>€100m).

Analyse des caractéristiques des transactions mezzanine en Europe (leverage, pricing, warrants...) sur chaque segment.

ANALYSE DE LA DEMANDE

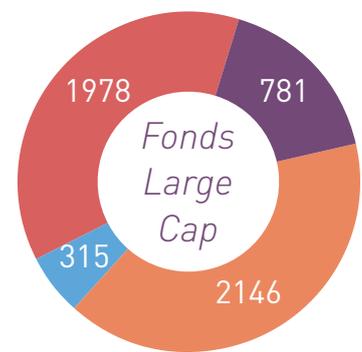
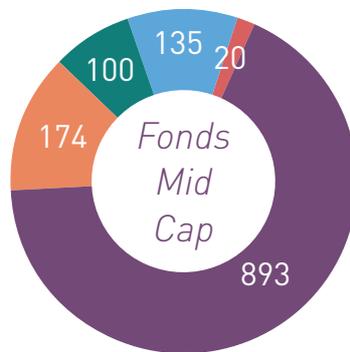
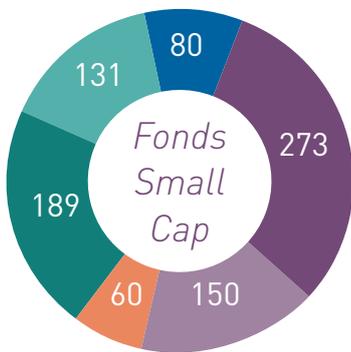
DRY POWDER DES FONDS MEZZANINE PAR PAYS EN 2013

On recense 20 fonds small et mid-cap en cours de levée de fonds sur le marché européen de la mezzanine, avec un dry powder total de 1,3 Mds €.

6 des 20 fonds sont des fonds français qui se positionnent principalement sur le segment small-mid cap (<50M€), le montant total des capitaux à déployer de ces fonds sur ce segment est estimé à 700 M€.

Le segment large cap attire plutôt des fonds anglo-saxons qui visent des transactions mezzanine européennes. Le dry powder total estimé sur ce segment est 5,2 Mds €, dont environ 2 Mds € proviennent des US.

Répartition du dry powder par montant (M€) et par géographie (siège du GP) des fonds en levée



● France ● Allemagne ● UK ● Finlande ● Italie ● Espagne ● Suisse ● États-Unis

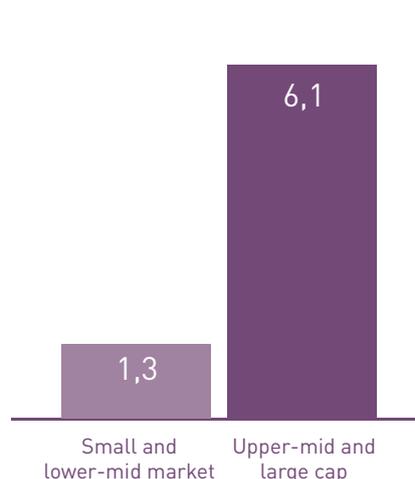
DRY POWDER DES FONDS MEZZANINE PAR SEGMENT EN 2013

Les capitaux à déployer sur le segment mid-large cap sont 5x plus importants que sur le segment small-mid cap.

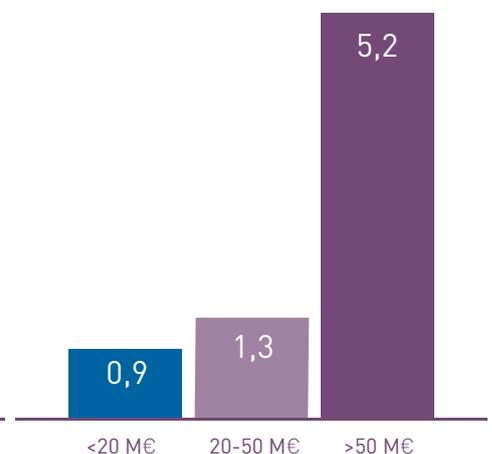
Les fonds mid-large cap ont plus de capitaux à déployer, la taille de ces fonds étant > 500 M€, ils visent principalement des transactions large cap (> 50 M€) et peuvent allouer une partie de leur dry powder aux transaction upper-mid cap (20-50 M€).

La période de déploiement du dry powder est estimée à 3 ans: le déploiement annuel moyen des fonds small-mid cap est de 0,4 Mds€, celui des fonds mid-large cap est de 2 Mds€.

Dry powder par segment (Mds €)



Dry powder total par taille des deals (Mds €)



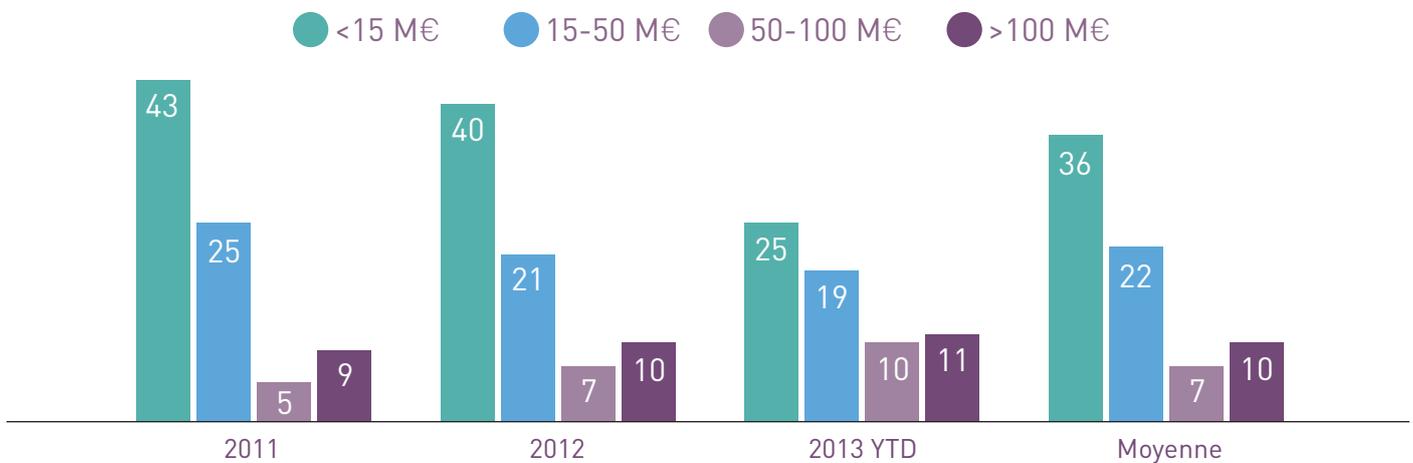
ANALYSE DE L'OFFRE

VOLUME DU MARCHÉ DE LA MEZZANINE EN EUROPE DEPUIS 2011

Stabilité du marché de la dette mezzanine en Europe: 78 transactions réalisées en 2012 contre 82 en 2011. En 2013, cette tendance va continuer avec 65 transactions réalisées à fin octobre 2013. Novembre et décembre étant traditionnellement des mois importants en termes de réalisation d'opérations, les chiffres de l'année 2013 seront supérieurs à ceux présentés ci-dessous (fin octobre).

Les transactions small et mid-cap (< 50M€) sont abondantes sur le marché européen, ce qui favorise la sélectivité en termes de deals.

Nombre de deals mezzanine en Europe

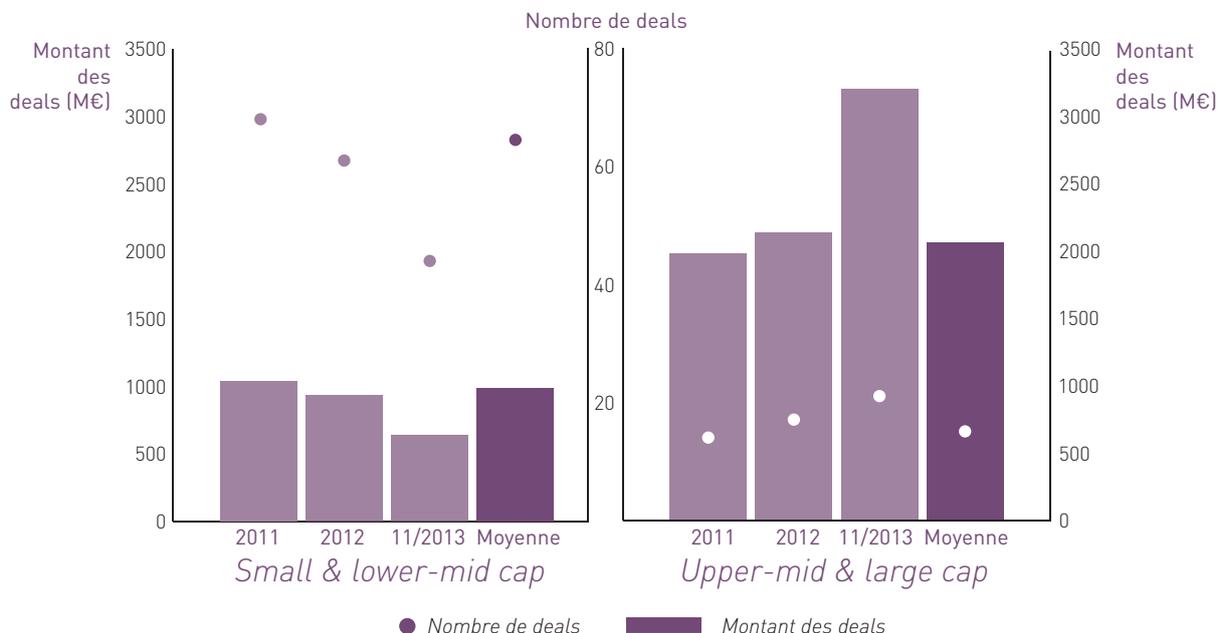


MONTANTS DES DEALS MEZZANINE EN EUROPE DEPUIS 2011

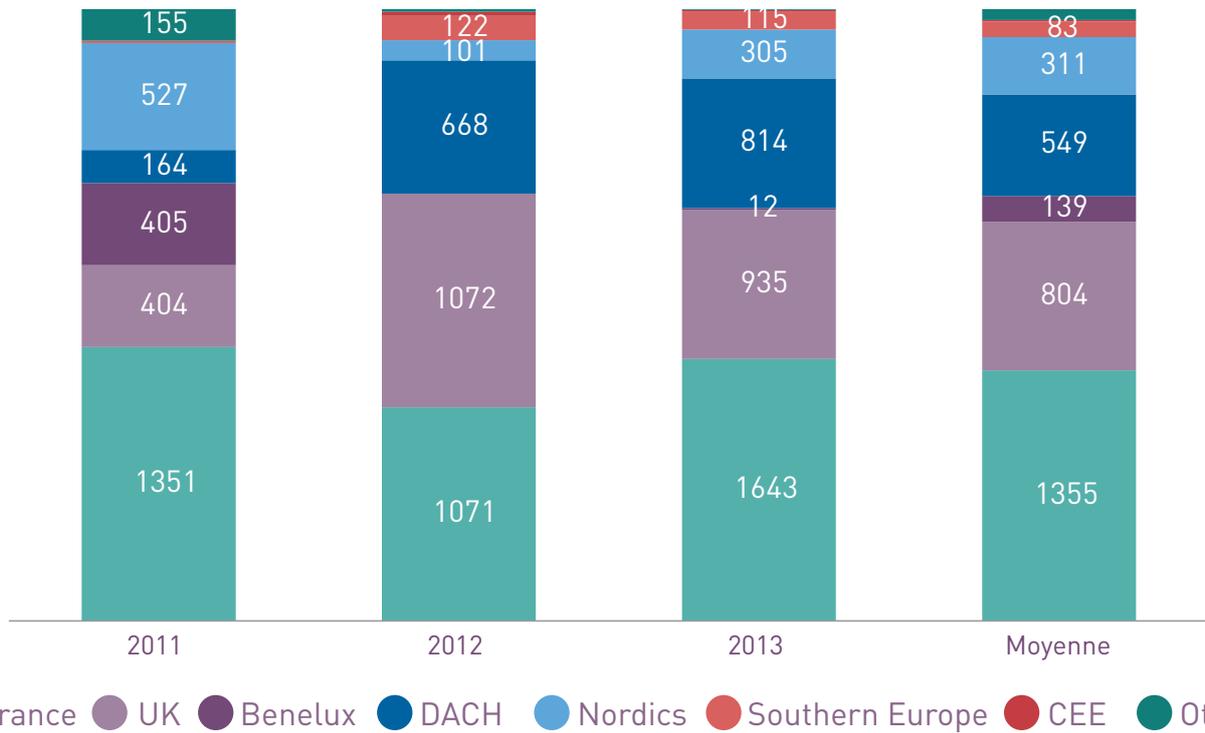
Les montants des deals mezzanine sont plus importants sur le segment large cap, or le nombre de transactions sur ce même segment est moins important (15 en moyenne).

En comparaison, le nombre moyen des transactions small & lower-mid cap est de 65 (vs 15 sur le large cap), représentant une valeur moyenne de 1 Mds € (vs. 2,1 Mds€ sur le large cap).

Transactions mezzanine en Europe : en nombre et en valeur

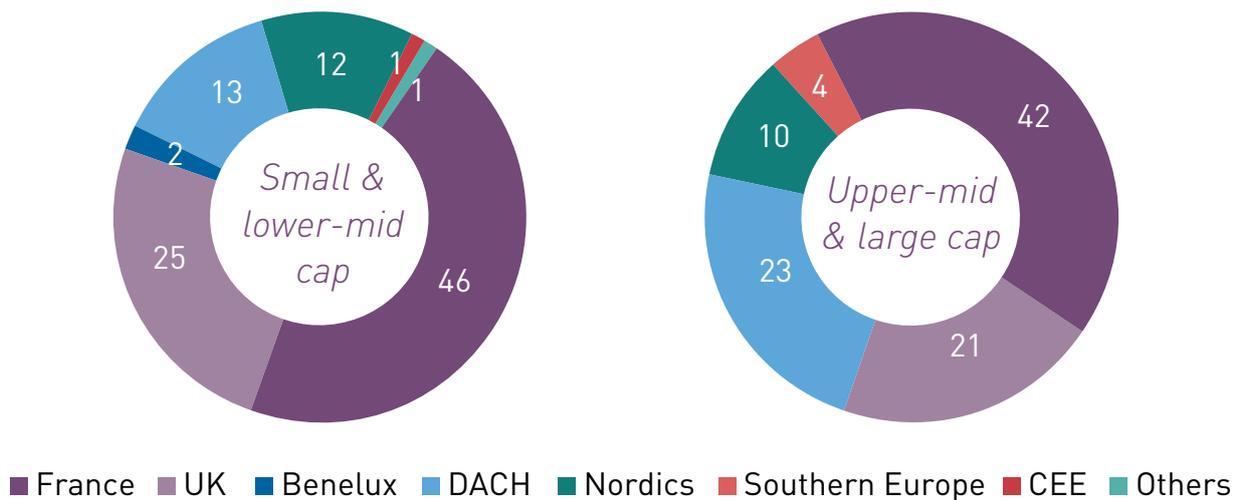


ÉVOLUTION DU MARCHÉ DE LA MEZZANINE EN EUROPE (EN M€)



La France reste le premier marché de la mezzanine en Europe avec un total de 35 opérations réalisées à fin octobre 2013 pour un montant total de 1,6 Mds € (contre 34 transactions en 2012 pour c. 1 Md €)

RÉPARTITION DES DEALS PAR GÉOGRAPHIE EN 2013 (EN %)



La France est aussi bien positionnée sur le segment small et mid cap, totalisant 1,7 Mds € sur les transactions inférieures à 50M€.

ANALYSE DES ÉCARTS : OFFRE VS DEMANDE

DRY POWDER PAR SEGMENT

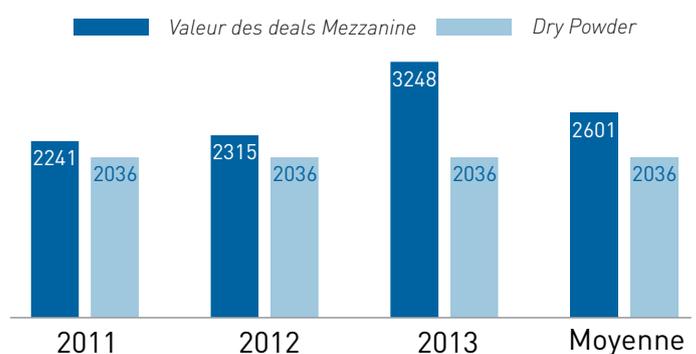
Le marché de la dette mezzanine en Europe est stable depuis 2011. Le marché small cap a encore un potentiel de croissance dans l'utilisation de la mezzanine. Par ailleurs, le marché large cap fait face à une concurrence rude entre les acteurs de ce segment, les montages entièrement réalisés en dette senior et les autres solutions de financement (notamment High Yield et placement privé). La demande (Dry Powder) est significativement inférieure à l'offre sur le segment small & lower-mid cap, alors que pour le segment upper-mid & large cap, les deals mezzanine disponibles sur le marché suffisent à peine pour répondre à la demande des fonds large cap.

Contrairement au small mid cap, le large cap est efficient. Les fonds large cap doivent faire face à de faibles possibilités d'investissements traduisant une sélectivité plus limitée des investissements.

Small & lower-mid cap

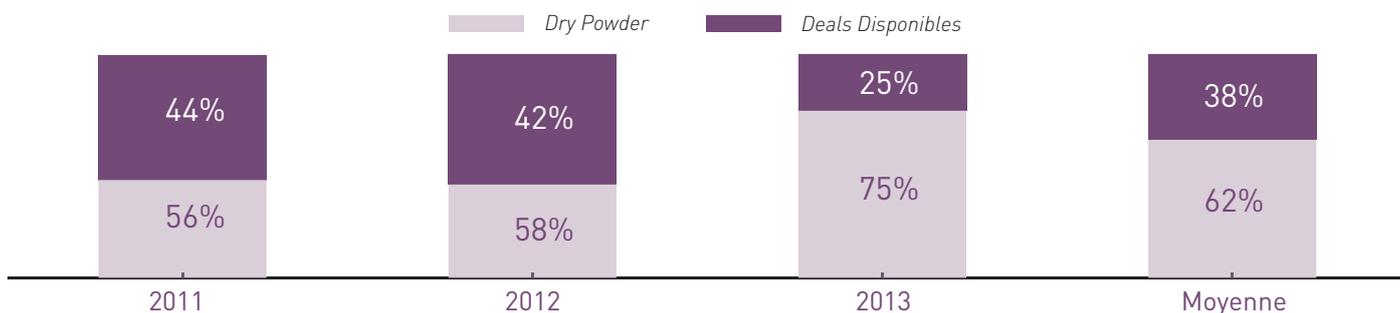


Upper-mid & large cap

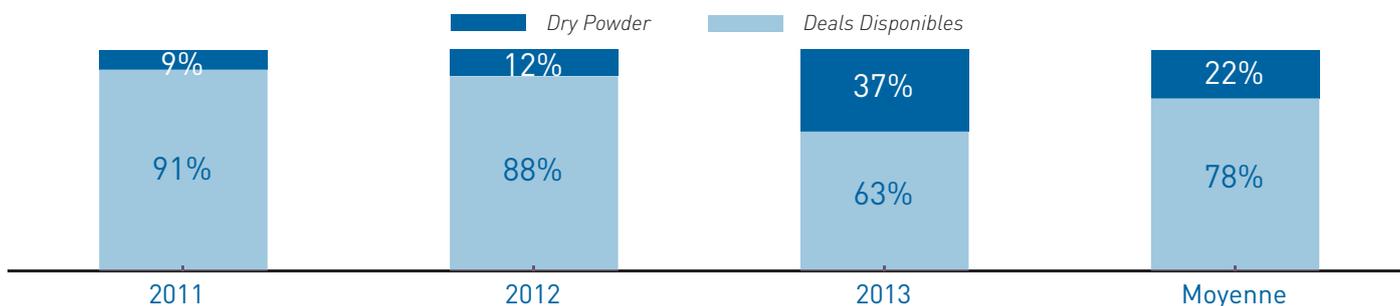




Small & lower-mid cap



Upper-mid & large cap



Pour évaluer la capacité du marché mezzanine européen à répondre à la demande des fonds en levée, on compare le dry powder estimé sur le marché aux montants des deals mezzanines en Europe sur une période de 3ans.

Sur le segment small-lower mid cap (transactions < 50 M€), le dry powder a absorbé en moyenne 62% des deals mezzanine présents sur le marché européens.

Le dry powder des fonds mezzanine large cap a absorbé 78% en moyenne des deals > 50 M€.

En 2011 et en 2012, les fonds large cap ont absorbé la quasi-totalité des deals présents sur le marché européens

CARACTÉRISTIQUES DES DEALS MEZZANINE

RÉPARTITION DES DEALS PAR TYPE

La dette mezzanine sert à financer 68% des acquisitions et 80% de la croissance organique des transactions small et mid-cap, contre respectivement 35% et 20% pour les deals large cap.

Le Public to Private (sortie de bourse d'une entreprise par acquisition) concerne principalement les transactions small cap. Rares sont les transactions de ce type sur les deals large cap car les capitalisations boursières sont plus importantes.

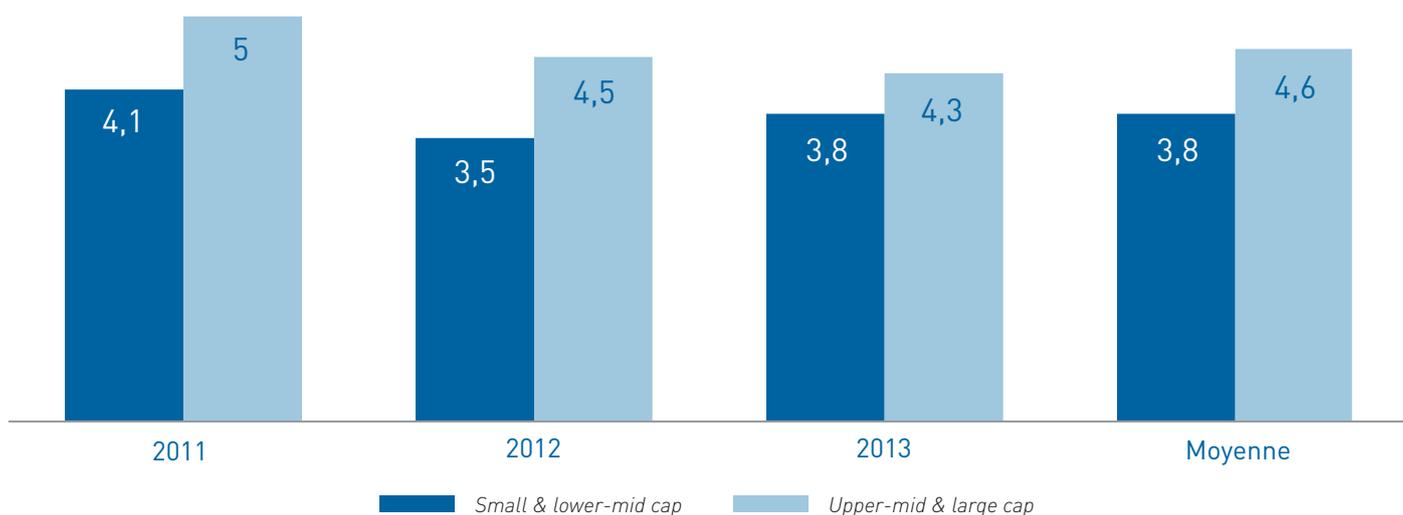
Les montants des refinancements et recapitalisations sont généralement élevés, ce qui explique que 77% des transactions de ce type sont réalisées sur le segment large cap.

Répartition par type des deals mezzanine



LEVIER

Evolution des leviers des transactions mezzanine en Europe



Le levier moyen estimé sur le small cap est de 3,8x vs. 4,6x pour le large cap.

Les leviers sur les transactions small cap sont stables depuis 2011, en dessous de 4x.

Malgré une diminution des leviers, les transactions large cap restent fortement leveragées, ce qui peut augmenter leur profil de risque.

PRICING

Le pricing moyen sur les transactions small cap est de 13%, alors que celui des transactions large cap est de 11%.

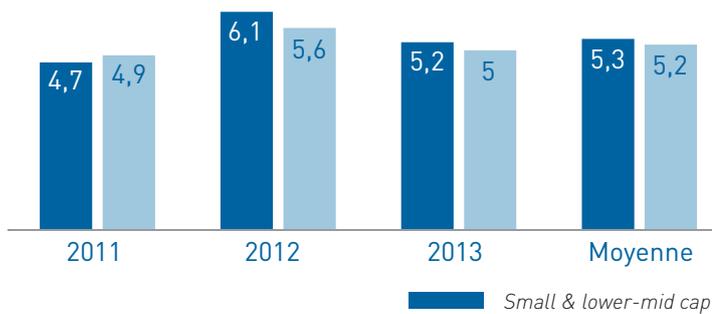
Le faible pricing des transactions large cap s'explique par l'effet du déséquilibre entre l'offre et la demande: comme il existe peu de transactions sur le segment large cap et comme les fonds présents sur ce segment sont nombreux, la compétition sur ce segment contraint les fonds à diminuer leur prix.

Pricing Total (%)

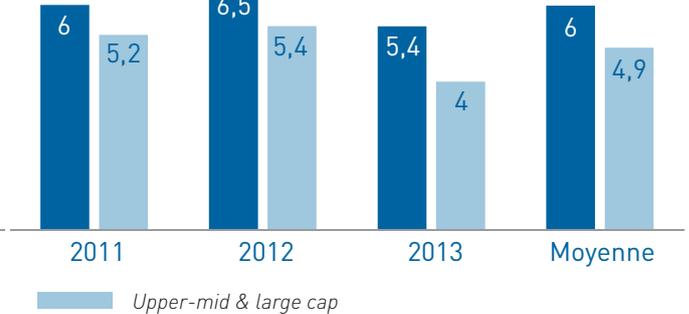


$$\text{Pricing} = \text{Euribor} + x\% \text{ cash} + y\% \text{ PIK}$$

Cash



PIK

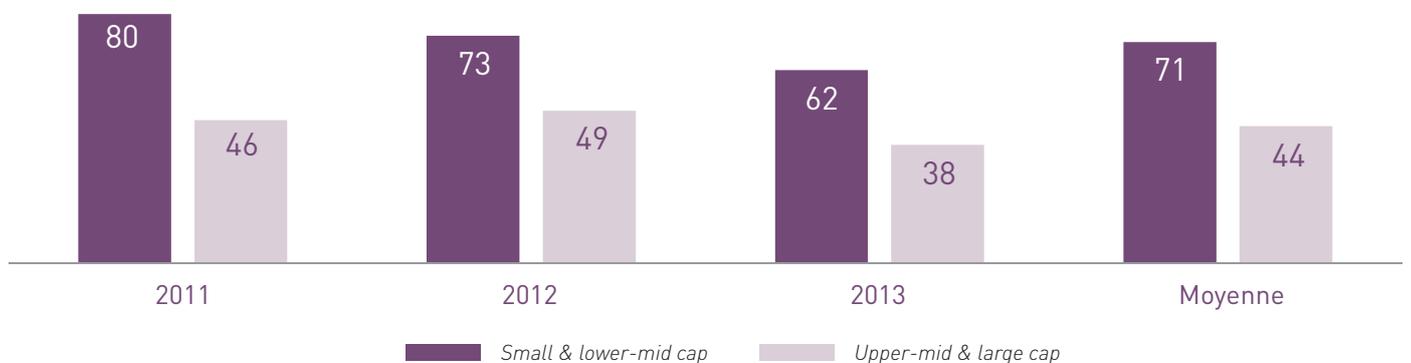


ACCÈS AU CAPITAL VIA LES BSA

En moyenne, 71% des deals mezzanine small-mid cap identifiés possèdent un bon de souscription d'action (BSA).

Les BSA sont un complément de rémunération dont la valeur est fixée à l'origine et qui donnent droit à un pourcentage prédéterminé du capital.

Un mécanisme d'accès au capital via les BSA permet de majorer, à terme, la rentabilité de la dette mezzanine.



CONCLUSIONS

Les capitaux à déployer des fonds mid-large cap sont 5x plus importants que sur le segment small-mid cap. La taille de ces fonds étant > 500 M€, ils visent principalement des transactions large cap (> 50 M€).

Le segment large cap attire plutôt des fonds anglo-saxons ciblant des transactions mezzanine européennes.

En Europe, les transactions mezzanine de taille < 50 m€ sont les plus abondantes. La profondeur de ce segment permet d'être plus sélectif quant à la qualité des deals.

En 2011 et en 2012, les fonds large cap ont absorbé la quasi-totalité des deals présents sur le marché européens (vs. 62% en moyenne pour le segment small-lower mid)

Contrairement au marché small-lower mid cap qui est inefficace, le marché upper-mid large cap est efficace. Les fonds large cap doivent faire face à de faibles possibilités d'investissements traduisant une sélectivité plus limitée des investissements.

Le marché de la dette mezzanine constitue la principale source de financement pour les petites et moyennes entreprises européennes. La dette mezzanine sert à financer 68% des acquisitions et 80% de croissance organique des transactions small et mid-cap, contre respectivement 35% et 20% pour les deals large cap.

Malgré une diminution des leviers, les transactions large cap restent fortement levagées, ce qui peut augmenter leur profil de risque.

La forte compétition sur le segment large cap, due à un nombre limité de deals mezzanine sur ce segment, crée une pression sur le pricing qui est plus faible pour les transactions large cap.





Idinvest Partners
117, av. des
Champs Élysées
75008 Paris - France
+33 1 58 18 56 56
www.idinvest.com

S.A. à Directoire
et Conseil de Surveillance
RCS Paris B 414 735 175
Société de gestion agréée
par l'AMF sous le
n° GP 97123

Photo : Beboy, Revoc9, Fotolia