



| 2022 |

# CRÉATION DE VALEUR

DANS LES PME ET LES ETI FRANÇAISES  
ACCOMPAGNÉES DANS LEUR  
TRANSFORMATION PAR LES ACTEURS  
FRANÇAIS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT

8<sup>ème</sup> édition

Décembre 2022



## La valeur des titres des 362 PME/ETI de l'étude a été multipliée par 2,85 en 5 ans et demi

- ✓ La création de valeur dans les entreprises de l'échantillon (362 opérations) s'explique à hauteur de 67% par la croissance de l'EBE (Excédent Brut d'Exploitation). 88% de la croissance de l'EBE provient de la progression du chiffre d'affaires, dont 54% par de la croissance organique et 34% par de la croissance externe.
- ✓ Les multiples d'acquisition progressent de 8,2x à 10,5x l'EBE entre l'entrée et la sortie des fonds d'investissement. Cette évolution explique 36% de la création de valeur et reflète le renforcement du positionnement stratégique des entreprises (taille plus importante, meilleure capacité à financer la croissance, exposition plus marquée à l'international,...).
- ✓ L'absence de désendettement a un impact légèrement négatif sur la création de valeur (-3%), en raison notamment de l'endettement complémentaire contracté pour financer les acquisitions. Cependant, en moyenne, le levier d'endettement net de l'ensemble de l'échantillon est ramené de 3,9x l'EBE au moment de l'entrée à 2,7x l'EBE au moment de la cession.

## Croissance de l'emploi et de l'investissement pour la majorité des entreprises de l'étude

- ✓ Les effectifs des entreprises de l'échantillon ont crû de 47% sur une durée moyenne de détention de 5 ans et demi (44% de cette augmentation nette étant liée au développement du périmètre historique), soit une croissance annuelle moyenne de 7,3%.
- ✓ Les entreprises concernées ont poursuivi (34%) ou accéléré (62%) leur politique d'investissements corporels. Aucune entreprise dotée d'un programme de recherche et développement (R&D) n'a réduit ce poste de dépenses : 53% déclarent l'avoir même augmenté.

## Les opérations sont réalisées avec l'adhésion des salariés

- ✓ Dans les entreprises concernées, le comité d'entreprise a rendu un avis favorable ou neutre à l'entrée des fonds (99%), comme sur le choix du repreneur à la sortie (99%).



Dans cette nouvelle édition de l'étude sur la création de valeur, menée par France Invest et EY, 45 entreprises réalisant entre 20 et 500 M€ de CA au moment de leurs cessions en 2021, ont été analysées. Si l'effet multiple est légèrement plus élevé en 2021 que par le passé dans la décomposition de la création de valeur, l'amélioration des résultats des entreprises accompagnées reste le principal moteur. L'évolution de l'endettement continue d'avoir un effet direct quasi nul sur la création de valeur mais il contribue à l'amélioration des résultats en venant financer les acquisitions et investissements des entreprises accompagnées.

Dans le détail, la décomposition de la création de valeur sur l'année 2021 montre les résultats suivants.

- ✓ L'effet résultat joue toujours un rôle prépondérant dans la création de valeur (63% de la création de valeur, contre 68% entre 2012 et 2020). La croissance organique représente 44% de l'amélioration des résultats, soit une part inférieure à la période 2012-2020 (56%) et la croissance externe 34% (idem que sur la période 2012-2020). La variation des taux de marges (22%) joue un rôle plus important qu'historiquement (10%), ce qui s'explique notamment par une meilleure absorption des frais fixes grâce à la croissance des entreprises de l'échantillon.
- ✓ L'évolution du multiple d'acquisition a un effet légèrement plus important qu'historiquement (41% vs. 35% entre 2012 et 2020). Si le niveau du multiple au moment de l'investissement est en moyenne similaire aux niveaux historiques (8,3x l'EBE vs. 8,2x sur le reste de l'échantillon), le niveau des multiples au moment de la cession en 2021 est à un niveau supérieur à ce qui était observé historiquement (12,5x l'EBE vs. 10,2x sur le reste de l'échantillon).
- ✓ Cette évolution des multiples entre les dates d'entrée et de sortie s'explique notamment par la croissance des résultats des entreprises de l'échantillon, car l'EBE a progressé de 87 % sur la période de détention pour les entreprises cédées en 2021 (vs. 53% sur la période 2012-2020). Or, il existe une corrélation marquée entre la taille des entreprises et leur multiple de valorisation (7,3x l'EBE pour les VE < 50 M€ et 12,4x l'EBE pour les VE > 500 M€).
- ✓ Enfin, le niveau de l'endettement a légèrement augmenté dans les entreprises de l'échantillon entre l'entrée des fonds au capital et la sortie de ces derniers en 2021. Cette hausse est de 15,5 % sur les cessions de 2021, contre + 5,6 % sur la période 2012-2020. La hausse de l'endettement sur les millésimes de ces dernières années est essentiellement due aux financements bancaires des acquisitions. Par ailleurs, la hausse des résultats des entreprises leur permet de se réendetter tout en réduisant leur ratio dette/EBE qui passe de 3,7x l'EBE à l'entrée à 2,3x l'EBE à la sortie en 2021.



## Constitution de l'échantillon d'étude

- ✓ Sur la base des statistiques de France Invest, les équipes de France Invest et d'EY ont identifié les entreprises :
  - françaises, initialement investies en capital-transmission (soit des opérations de type LBO),
  - cédées totalement entre le 1er janvier 2012 et le 31 décembre 2021,
  - et présentant au moment de la cession un chiffre d'affaires compris entre 20 M€ et 500 M€.
- ✓ Sélection des seules opérations pour lesquelles le membre de France Invest identifié, seul ou leader d'un pool financier, disposait de la majorité du capital ou, a minima, d'une minorité de blocage.
- ✓ Aucun critère de performance n'est retenu dans l'identification des entreprises à analyser.

**528 entreprises identifiées depuis 2012 répondent à nos critères d'éligibilité.**

## Collecte de l'information

- ✓ Élaboration d'un questionnaire sur l'analyse de la création de valeur en partenariat avec les équipes d'EY.
- ✓ Contact par téléphone des sociétés de gestion identifiées de manière à valider leur participation à l'étude.
- ✓ Entretien physique avec les équipes en charge des opérations identifiées en présence d'au moins un associé EY et d'une personne de l'équipe des études économiques et statistiques de France Invest. Complément via les sources d'information publiques lorsque nécessaire.

**362 entretiens réalisés depuis 2012, soit un taux de couverture de 69% du marché étudié.**

- ✓ Le reste de l'échantillon n'est pas analysé en raison de l'absence d'entretiens et de données collectées auprès des fonds actionnaires. Aucune opération sous-performante n'est exclue de l'échantillon (voir page 50, la répartition des performances de l'échantillon).



## Mesure de la création de valeur

- ✓ A partir des déclarations des membres interrogés, revues par EY, nous retenons comme définition de la création de valeur, la variation de la valeur des titres de l'entreprise entre la date de sa prise de contrôle et la date de sa cession totale.
- ✓ La création de valeur (CV) ainsi formulée dépend à la fois de la variation de la valeur économique de l'entreprise et de la variation de son endettement financier net. Nous la calculons comme suit :

CV = Variation de la valeur des titres

= Variation de la valeur de l'entreprise - Variation de l'endettement financier net

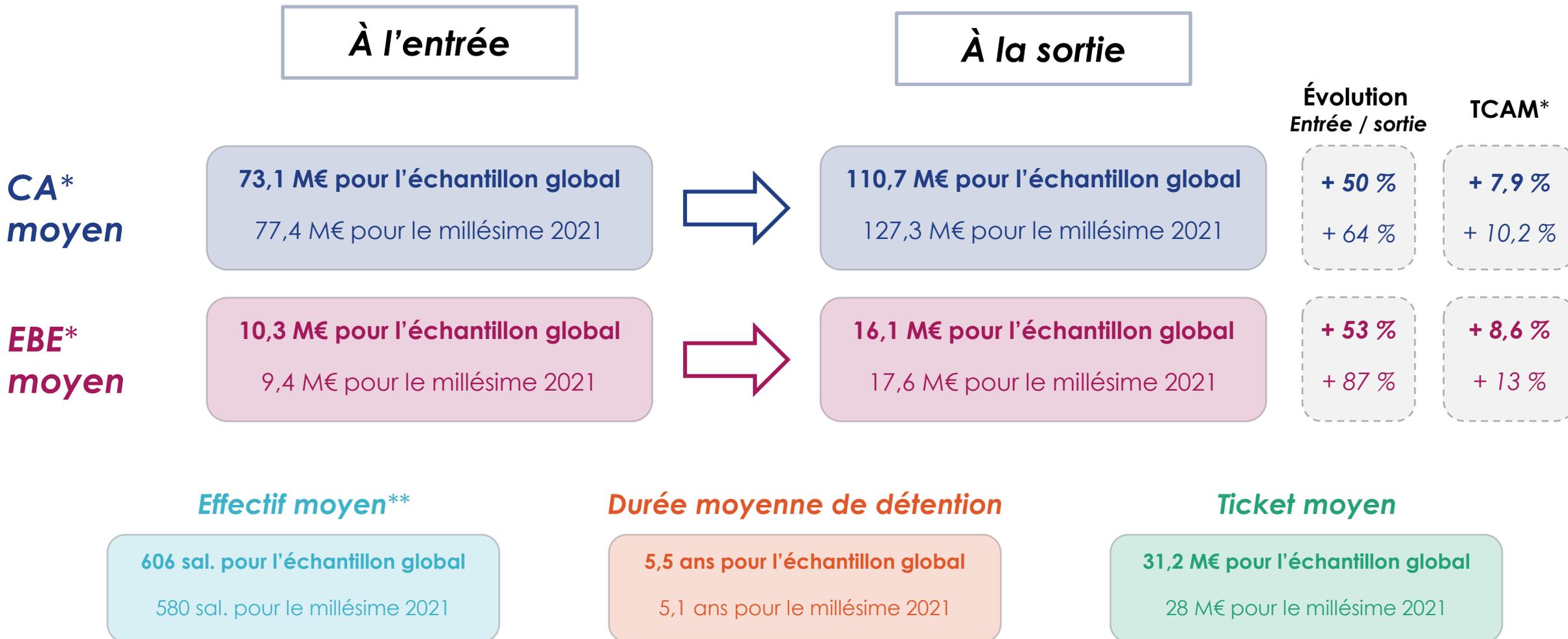
Elle se décompose ainsi : effet Résultat (Excédent Brut d'Exploitation) + effet Multiple d'acquisition + effet Dette

## Limites de l'étude et précisions

- ✓ Les positions d'entrée et de sortie des dettes nettes ont été appréhendées avec précision. Toutefois, l'effet de désendettement observé n'est pas retraité des quantum de dettes complémentaires qui ont pu être contractées pour le financement de la croissance de l'entreprise.

# PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES 362 OPÉRATIONS (1/2)

CRÉATION  
DE VALEUR



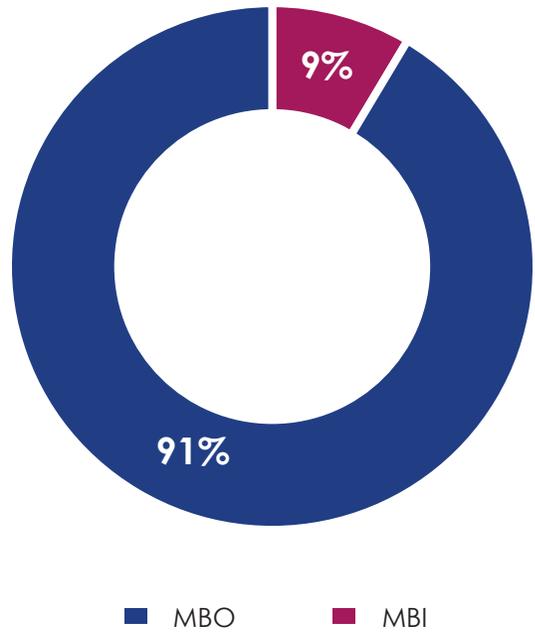
\* CA : chiffre d'affaires / EBE : Excédent brut d'exploitation / TCAM : Taux de croissance annuel moyen

\*\* Au moment de la cession.

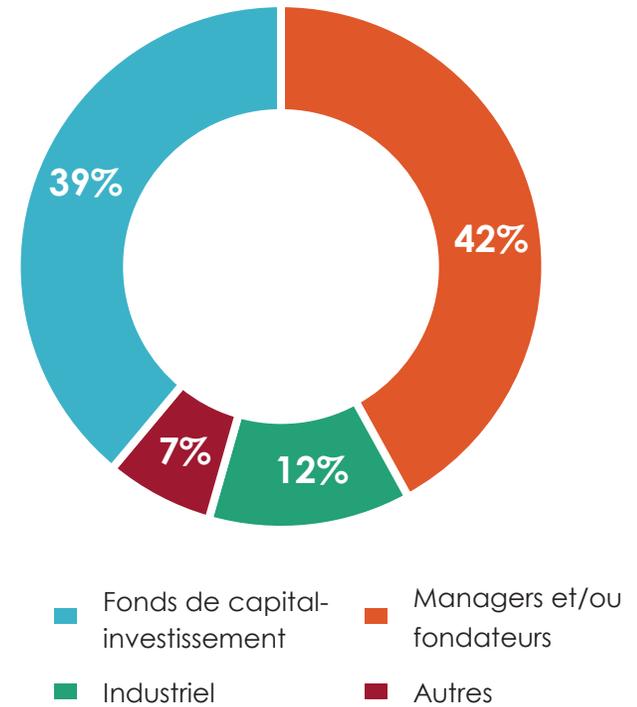
# PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES 362 OPÉRATIONS (2/2)



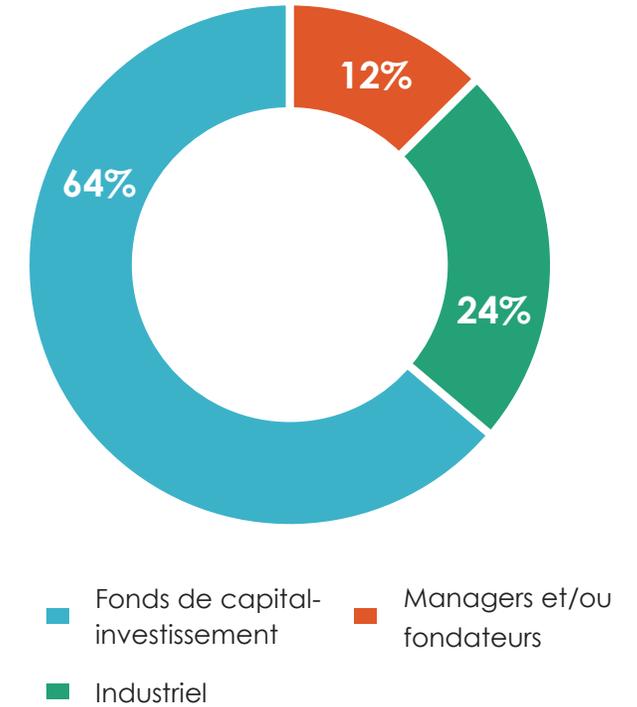
... selon le type d'opération \*



... le type de cédant à l'entrée



... le type d'acquéreur à la sortie

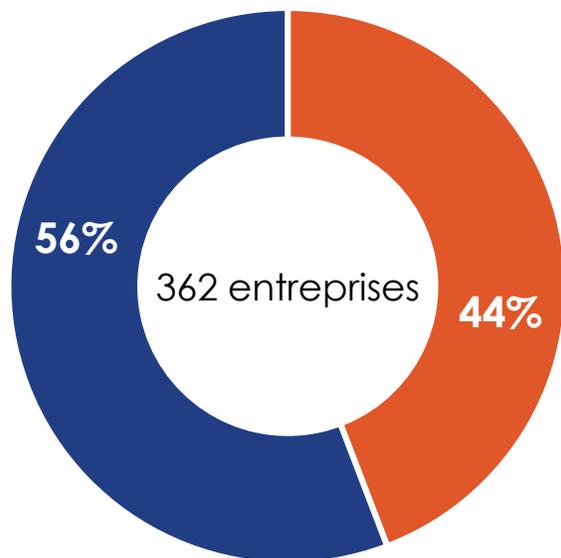


\* MBO : Management Buy-Out / MBI : Management Buy-In

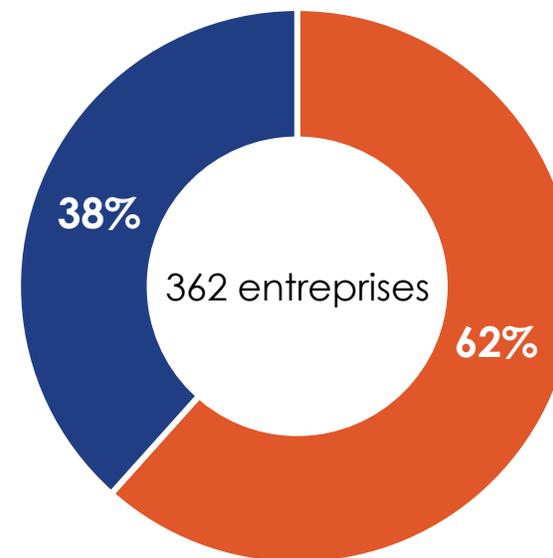


31% des entreprises qui étaient des PME à l'entrée sont devenues des ETI lorsque le fonds actionnaire a cédé ses parts.

Catégories d'entreprises  
à l'entrée



Catégories d'entreprises  
à la sortie



■ PME

■ ETI



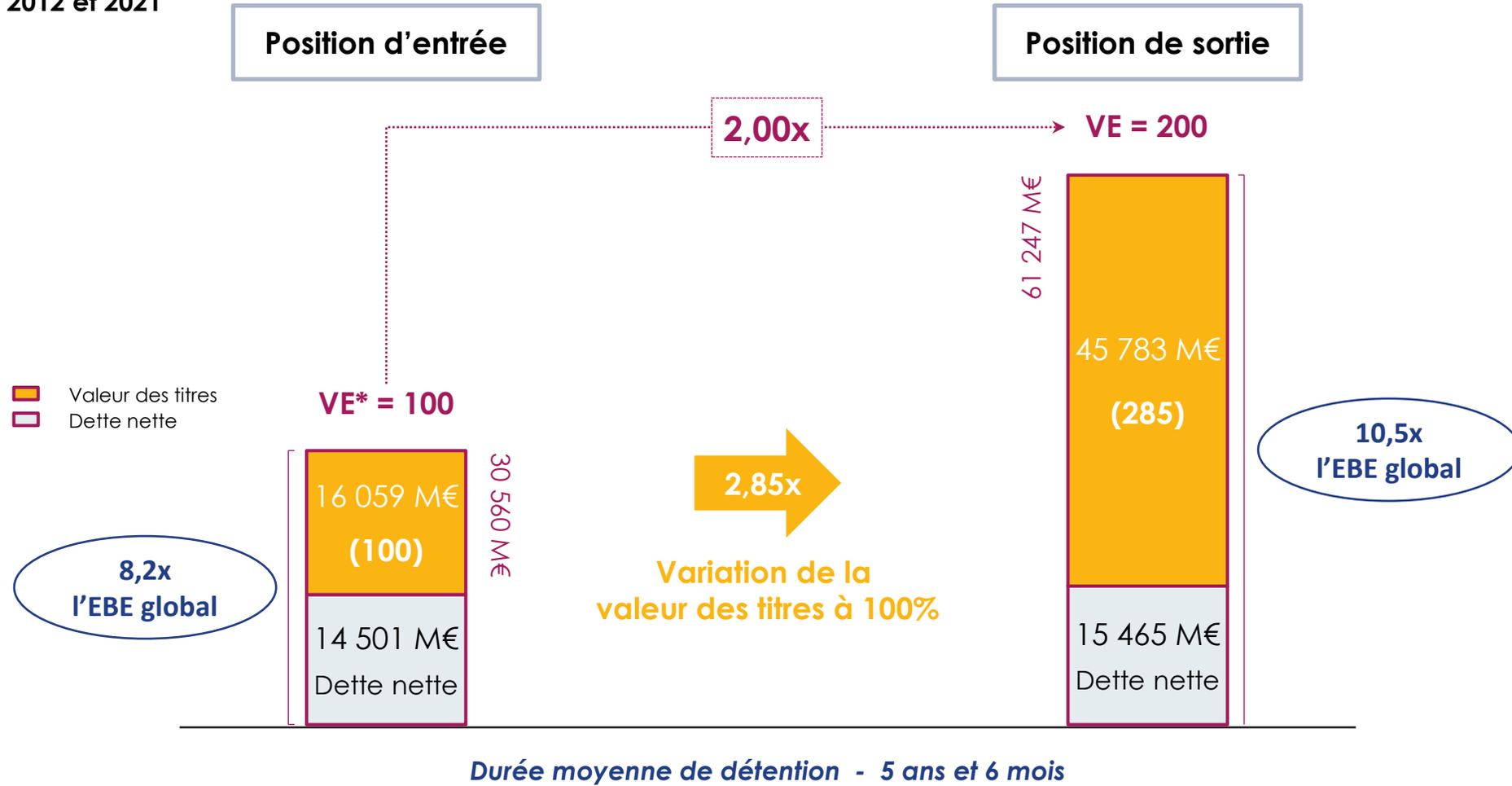
# CRÉATION DE VALEUR

## Chiffres clés & analyse

# POSITION AGRÉGÉE GLOBALE D'ENTRÉE ET DE SORTIE



362 opérations  
cédées entre 2012 et 2021

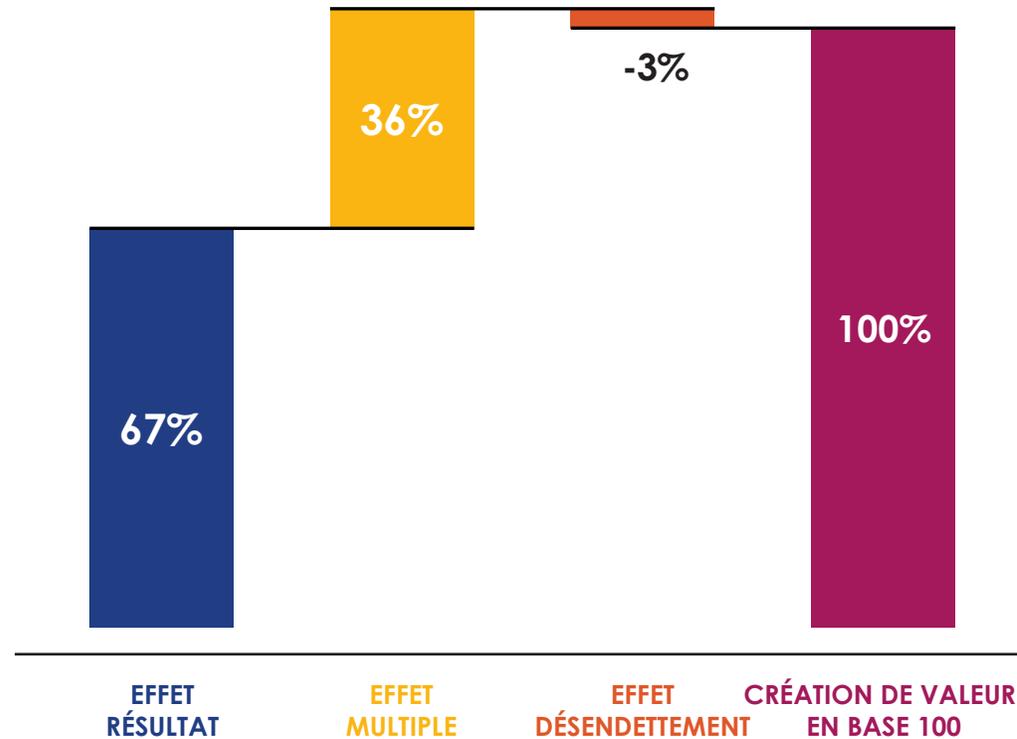


\* VE : Valeur d'entreprise



La création de valeur s'explique principalement par l'effet résultat, c'est-à-dire le développement de l'activité de l'entreprise (hausse de l'EBE, Excédent Brut d'Exploitation).

362 opérations  
cédées entre 2012 et 2021



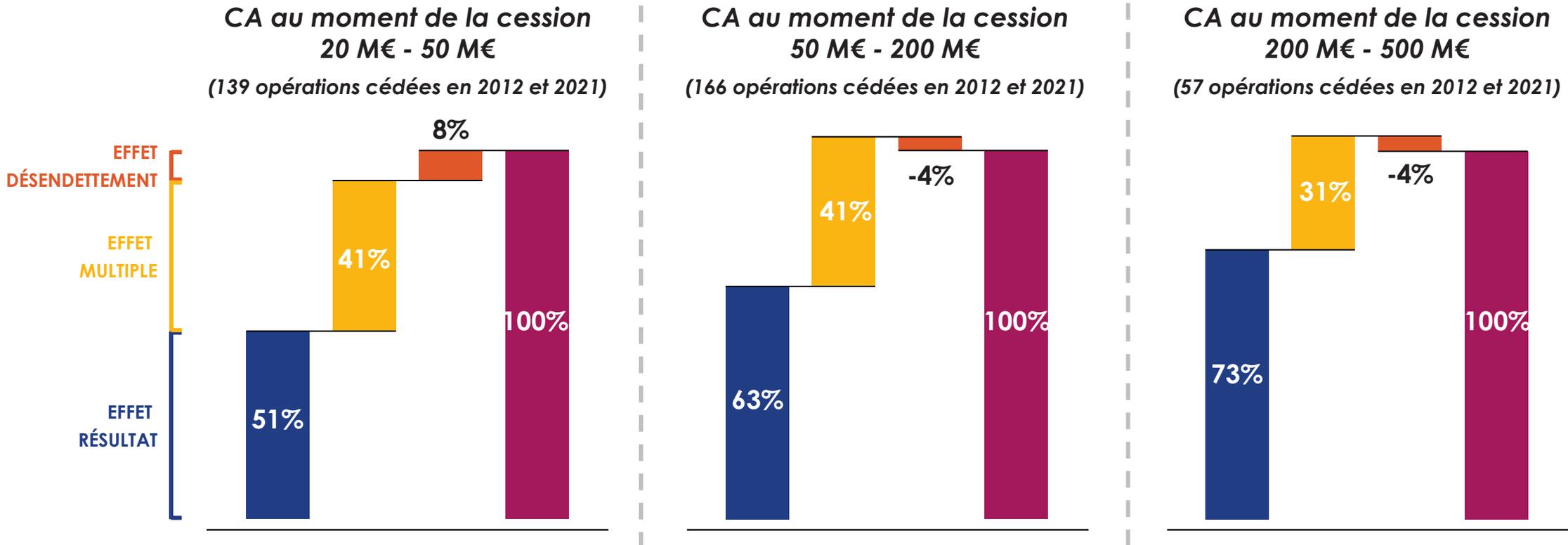
La légère croissance de l'endettement est due essentiellement aux financements bancaires des acquisitions.

Les entreprises accompagnées peuvent aisément se réendetter grâce à la croissance de leurs résultats, tout en diminuant leur ratio dette/EBE (voir P. 13).

# PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR TAILLE DE CHIFFRE D'AFFAIRES AU MOMENT DE LA CESSION



L'effet négatif du désendettement s'observe principalement chez les sociétés de moyenne et grande taille qui réalisent davantage d'acquisitions financées par un endettement supplémentaire.

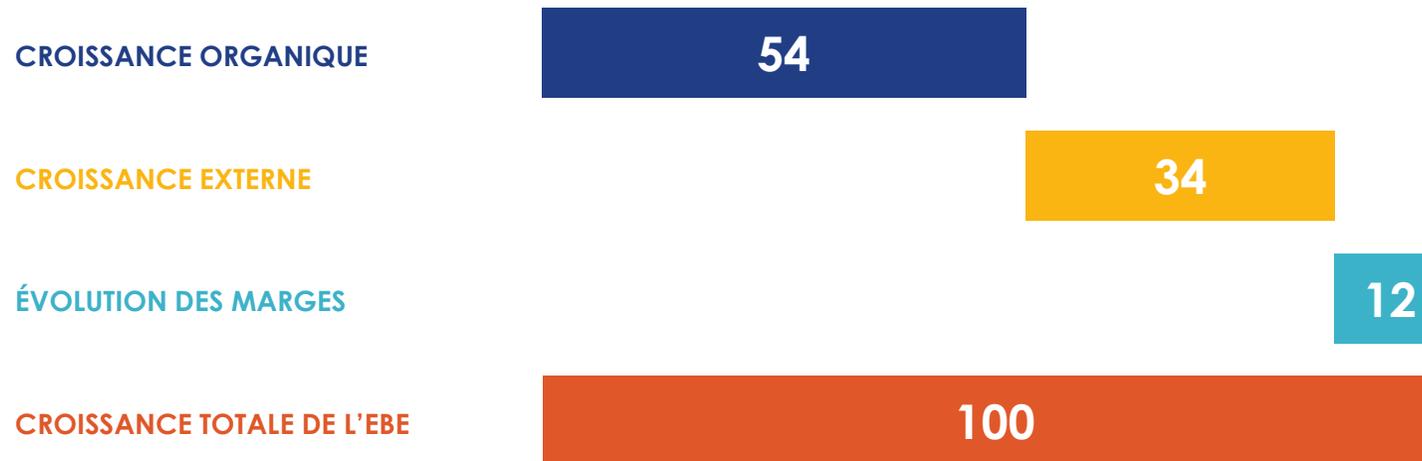


Source : France Invest / EY



Plus de la moitié de l'effet résultat (54%), c'est-à-dire de la hausse de l'EBE, provient de la croissance organique des revenus. Les opérations de croissance externe ont également un poids significatif (34%).

## DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE DE L'EBE DES 362 OPÉRATIONS DE L'ÉTUDE (EN BASE 100)



# ÉVOLUTION DES MULTIPLES DE VALORISATION PAR TAILLE DE VALEUR D'ENTREPRISE AU MOMENT DE LA SORTIE



L'analyse montre une corrélation entre la taille des entreprises et le niveau des multiples de valorisation.

	NOMBRE D'OPÉRATIONS	ÉVOLUTION DES MULTIPLES DE VALORISATION ENTRE L'ENTRÉE ET LA SORTIE DU FONDS (EN MULTIPLE D'EBE)	VALEUR D'ENTREPRISE MOYENNE À LA SORTIE DU FONDS (EN M€)	EBE MOYEN À LA SORTIE DU FONDS (EN M€)
TOTAL GÉNÉRAL	362 opé.	8,2x 10,5x	169 M€	16 M€
VE* < 50 M€ À LA SORTIE	117 opé.	6,0x 7,3x	27 M€	4 M€
VE* COMPRISE ENTRE 50 M€ ET 200 M€	155 opé.	7,4x 9,0x	102 M€	11 M€
VE* COMPRISE ENTRE 200 M€ ET 500 M€	65 opé.	8,4x 10,9x	308 M€	28 M€
VE* > 500 M€	25 opé.	10,0x 12,4x	890 M€	72 M€

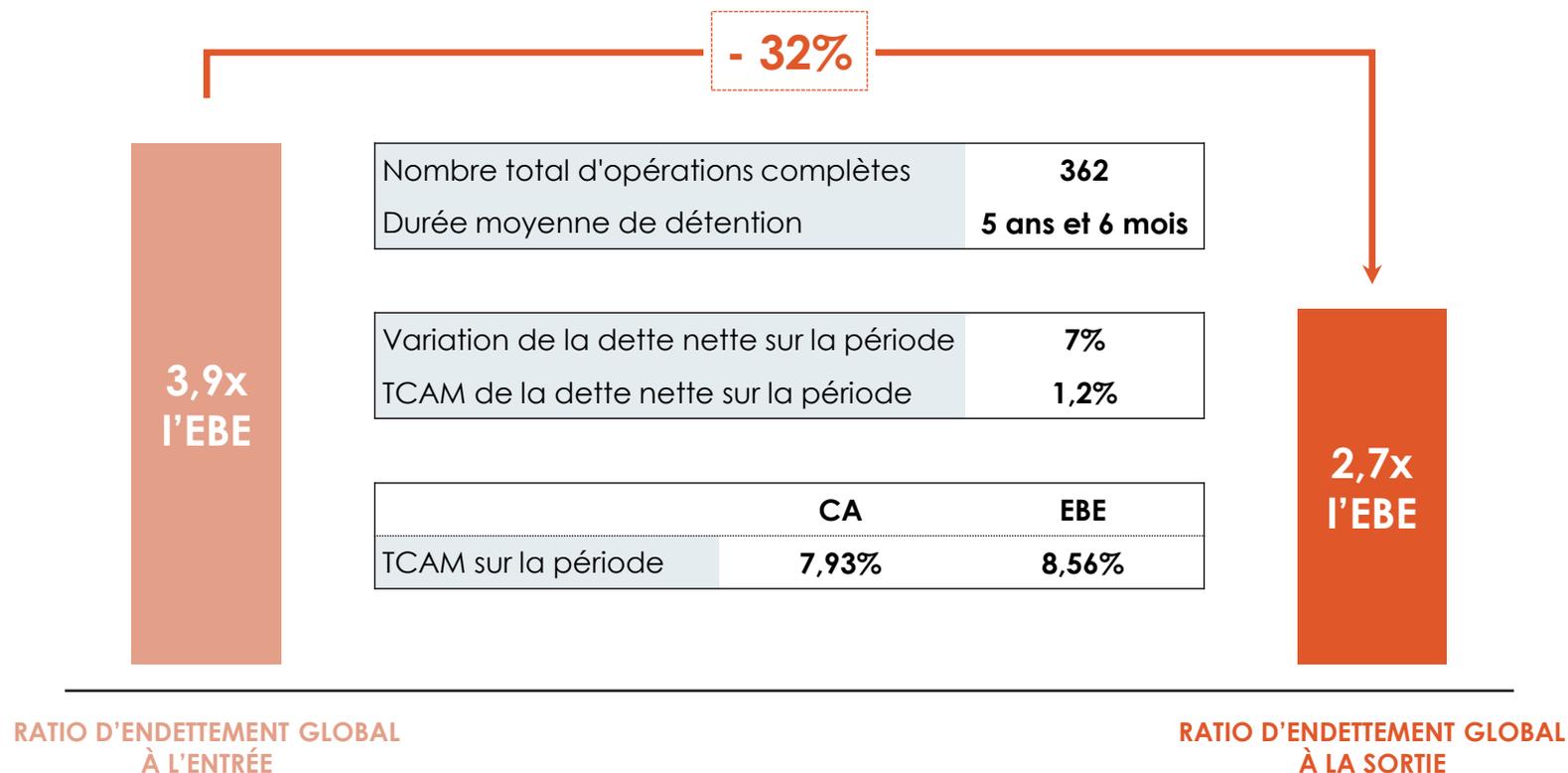
■ Multiple d'EBE à l'entrée  
■ Multiple d'EBE à la sortie

\* VE : Valeur d'entreprise

# ÉVOLUTION DU RATIO D'ENDETTEMENT NET SUR LA PÉRIODE



Le ratio d'endettement net de l'échantillon diminue de 32% sur la période de détention. Cette évolution s'explique par la croissance des entreprises et de leur rentabilité.



TCAM : Taux de croissance annuel moyen / CA : chiffre d'affaires / EBE : Excédent brut d'exploitation



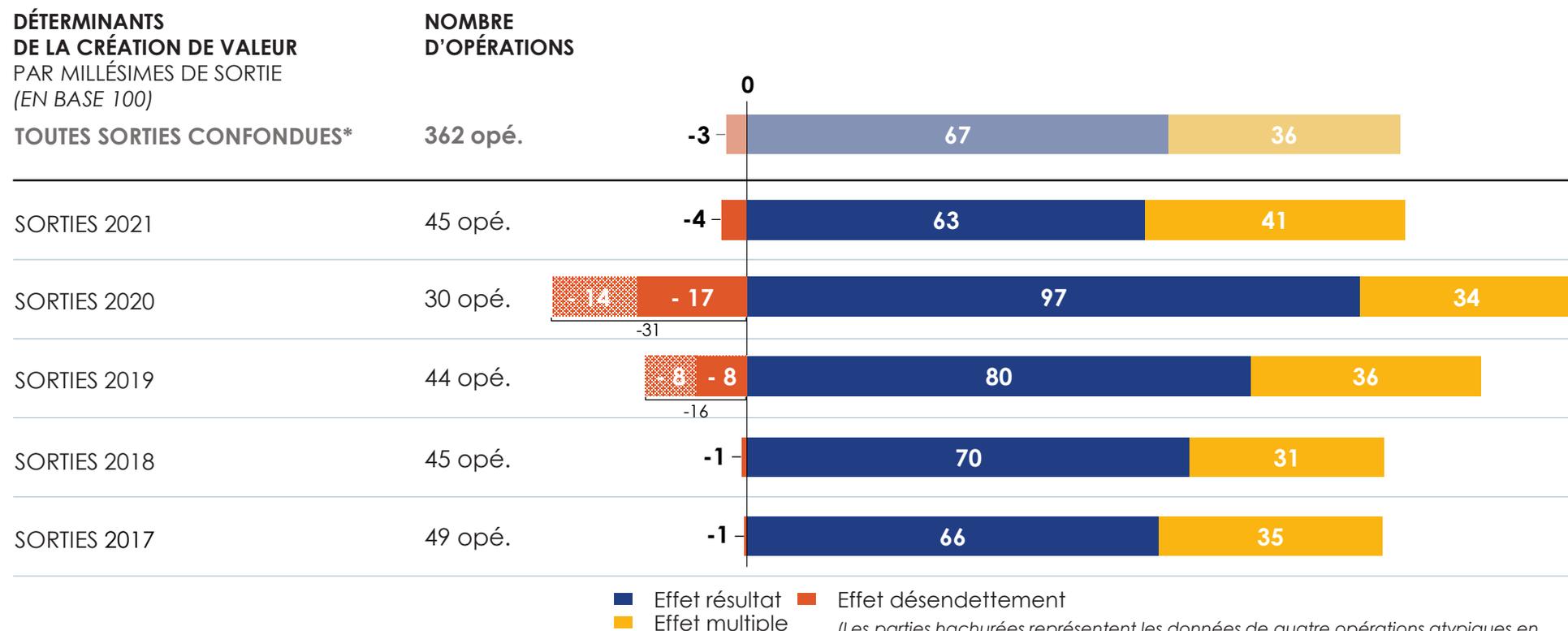
# CRÉATION DE VALEUR

## Analyse millésime par millésime

# PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR MILLÉSIME DE SORTIE



La création de valeur provient pour près de 2/3 de l'effet résultat pour le millésime de sortie 2021. L'effet négatif du désendettement, qui s'explique par les financements complémentaires contractés pour réaliser des acquisitions, se rapproche de la tendance historique après 2 millésimes exceptionnels.

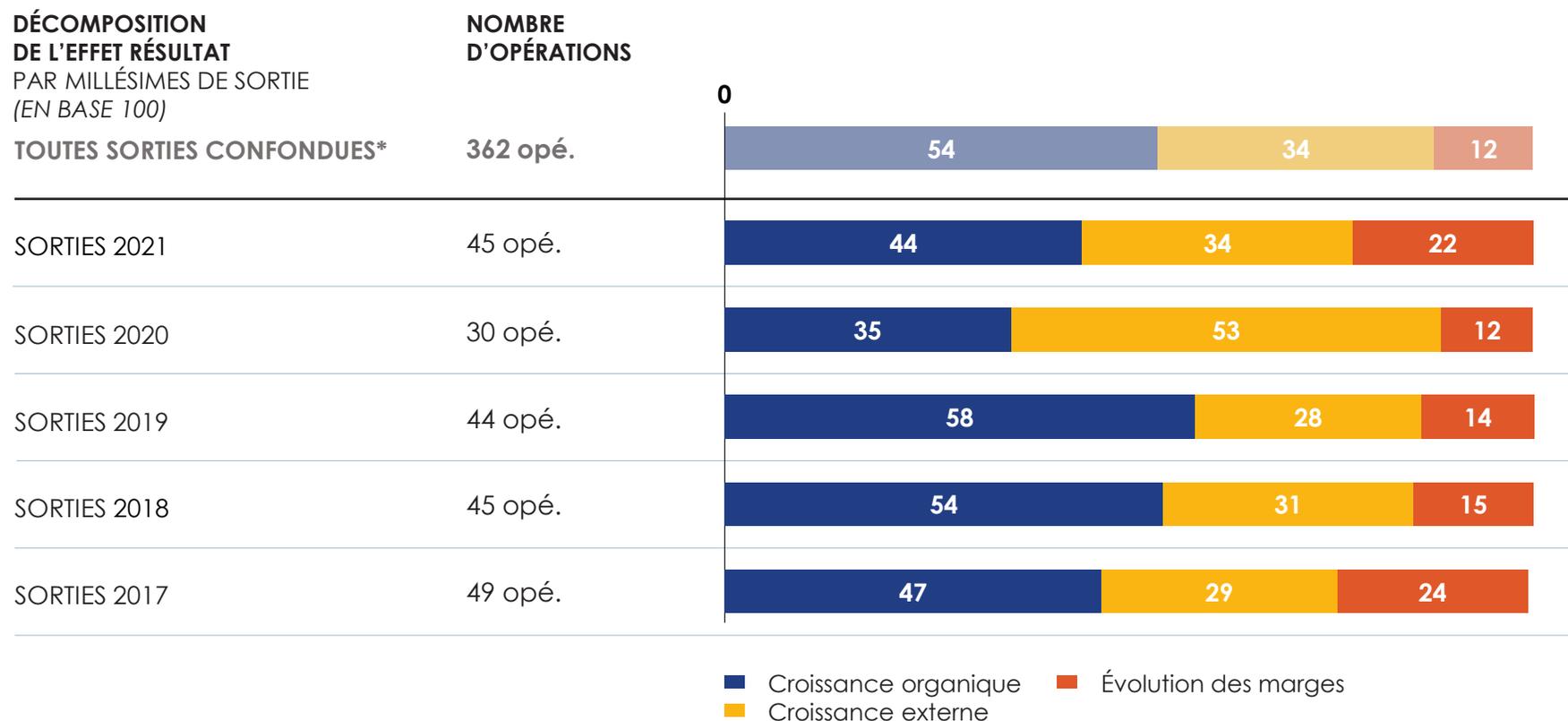


\* Les résultats des millésimes 2012 à 2016 sont présentés en annexe.

# DÉCOMPOSITION DE L'EFFET RÉSULTAT PAR MILLÉSIME DE SORTIE



Pour le millésime 2021, près d'un quart de la croissance des résultats (22%) provient de l'amélioration des marges, en hausse par rapport aux trois millésimes précédents.

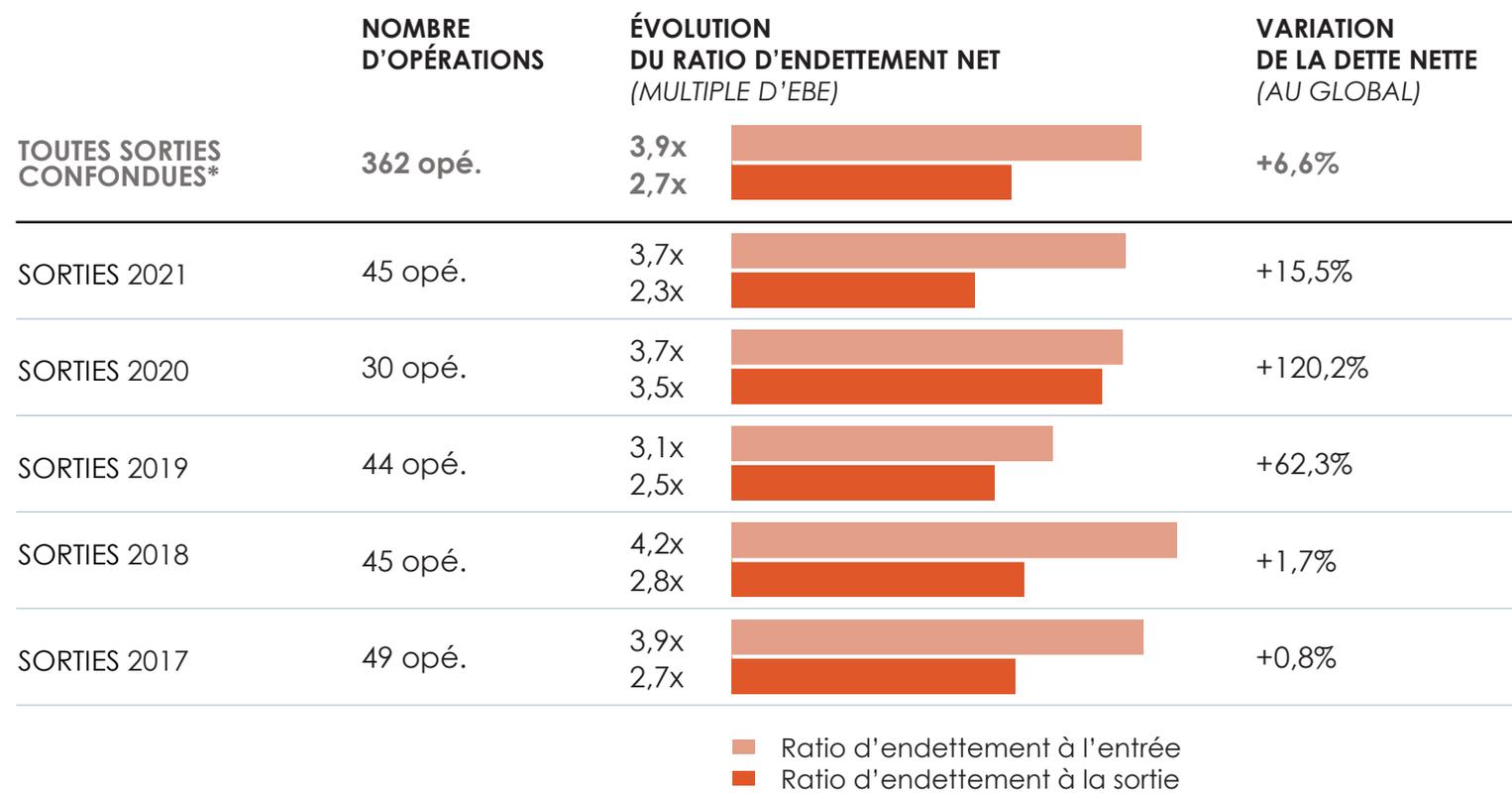


\* Les résultats des millésimes 2012 à 2016 sont présentés en annexe.

# ÉVOLUTION DU RATIO D'ENDETTEMENT NET PAR MILLÉSIME DE SORTIE



Alors que l'endettement net de l'échantillon augmente légèrement (+6,6%) entre l'entrée et la cession, le ratio d'endettement (gearing) baisse grâce à la croissance des résultats (3,9x l'EBE à l'entrée et 2,7x à la sortie).

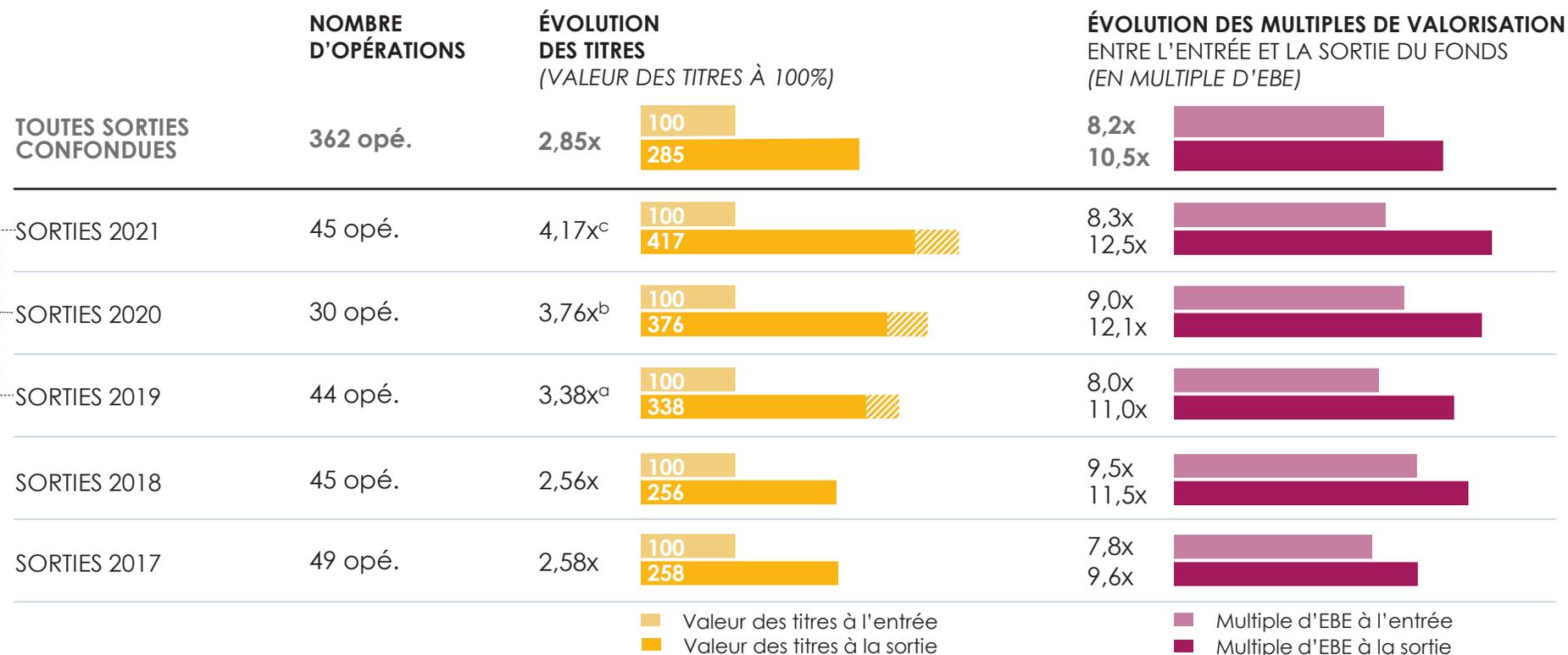


\* les résultats des millésimes 2012 à 2016 sont présentés en annexe.

# ÉVOLUTION DES POSITIONS D'ENTRÉE ET DE SORTIE PAR MILLÉSIME DE SORTIE



La création de valeur est importante sur le millésime 2021. Les multiples ont été tirés à la hausse par des opérations de taille importante.



<sup>a</sup> Retraitée de 4 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 2,96x en 2019.

<sup>b</sup> Retraitée de 4 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 3,23 x en 2020.

<sup>c</sup> Retraitée de 5 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 3,60 x en 2021.



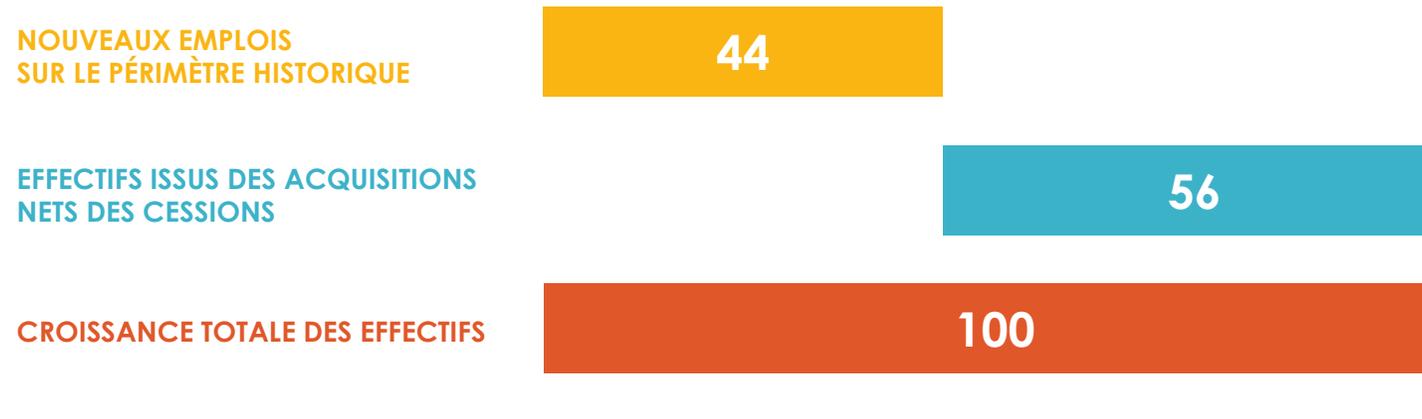
# INDICATEURS COMPLÉMENTAIRES

## Impact social et investissement



**Les effectifs ont progressé de 47 % dans les entreprises de l'échantillon (plus de 70 000 emplois supplémentaires), soit une croissance annuelle moyenne de 7,3%.  
44% de ces effectifs supplémentaires sont des emplois nets créés et 56% sont issus des acquisitions (nets des cessions).**

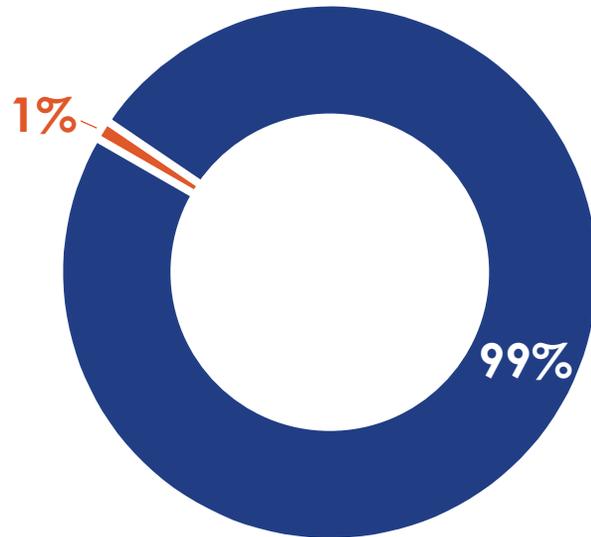
**DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DES EFFECTIFS  
DES 362 OPÉRATIONS DE L'ÉTUDE  
(EN BASE 100)**





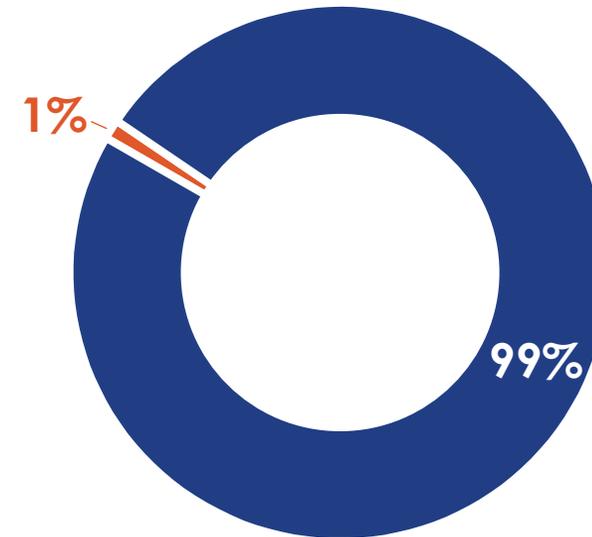
Dans la quasi-totalité des opérations concernées, le comité d'entreprise a rendu un avis favorable ou neutre à l'entrée (99% des cas) comme sur le choix du repreneur à la sortie (99%).

Avis du CE à l'entrée\*



■ Favorable ou neutre ■ Défavorable

Avis du CE sur la solution de sortie\*\*



■ Favorable ou neutre ■ Défavorable

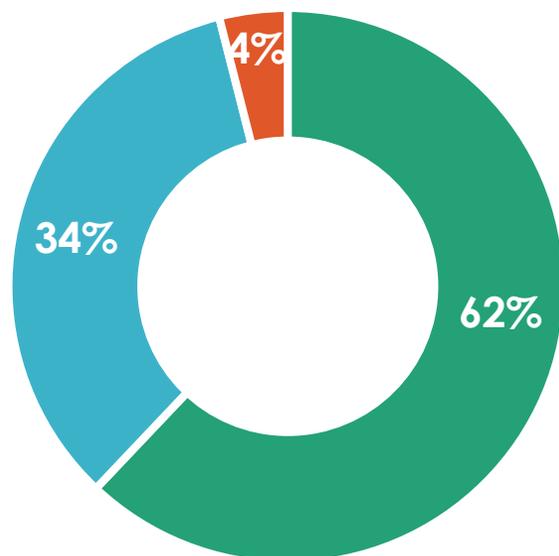
\* 274 entreprises de l'échantillon concernées.

\*\* 284 entreprises de l'échantillon concernées.

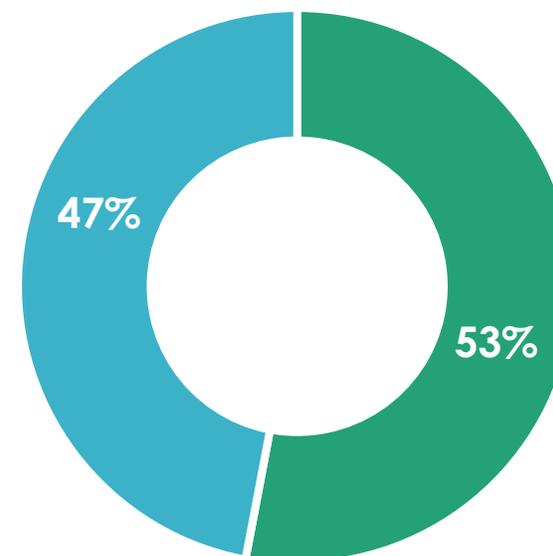


96% des entreprises concernées ont augmenté ou poursuivi leurs efforts d'investissements.  
Ceci est encore plus marqué pour la R&D : l'étude ne compte aucun cas de baisse des dépenses.

## Évolution des investissements corporels\*



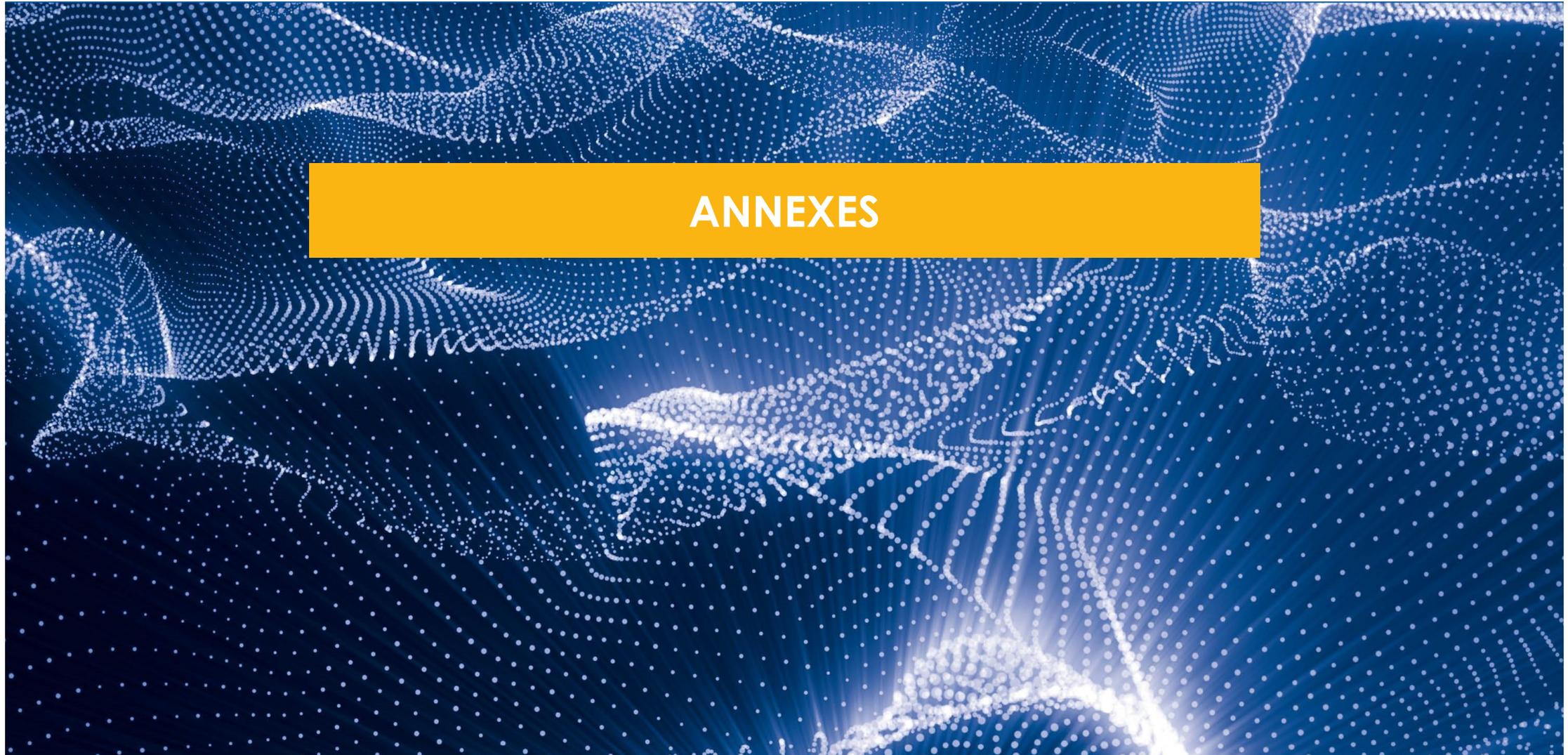
## Évolution de la recherche et développement (R&D)\*\*



■ Diminution   ■ Stabilité   ■ Augmentation

\* Information disponible pour 303 entreprises de l'échantillon.

\*\* Information disponible pour 185 entreprises de l'échantillon



# ANNEXES



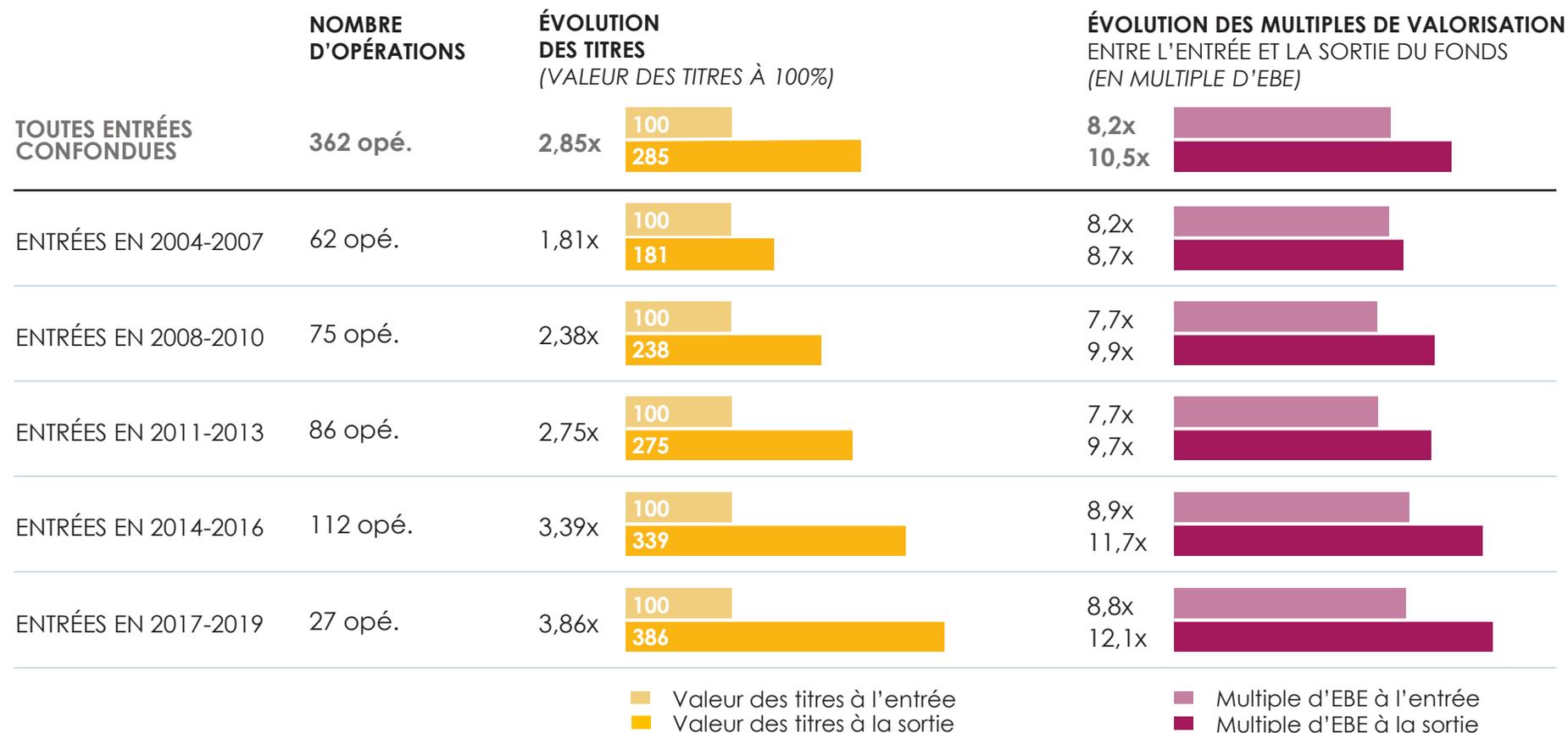
## ANNEXE N°1

# Détail de l'analyse par millésime

# ÉVOLUTION DES POSITIONS D'ENTRÉE ET DE SORTIE PAR MILLÉSIME D'ENTRÉE



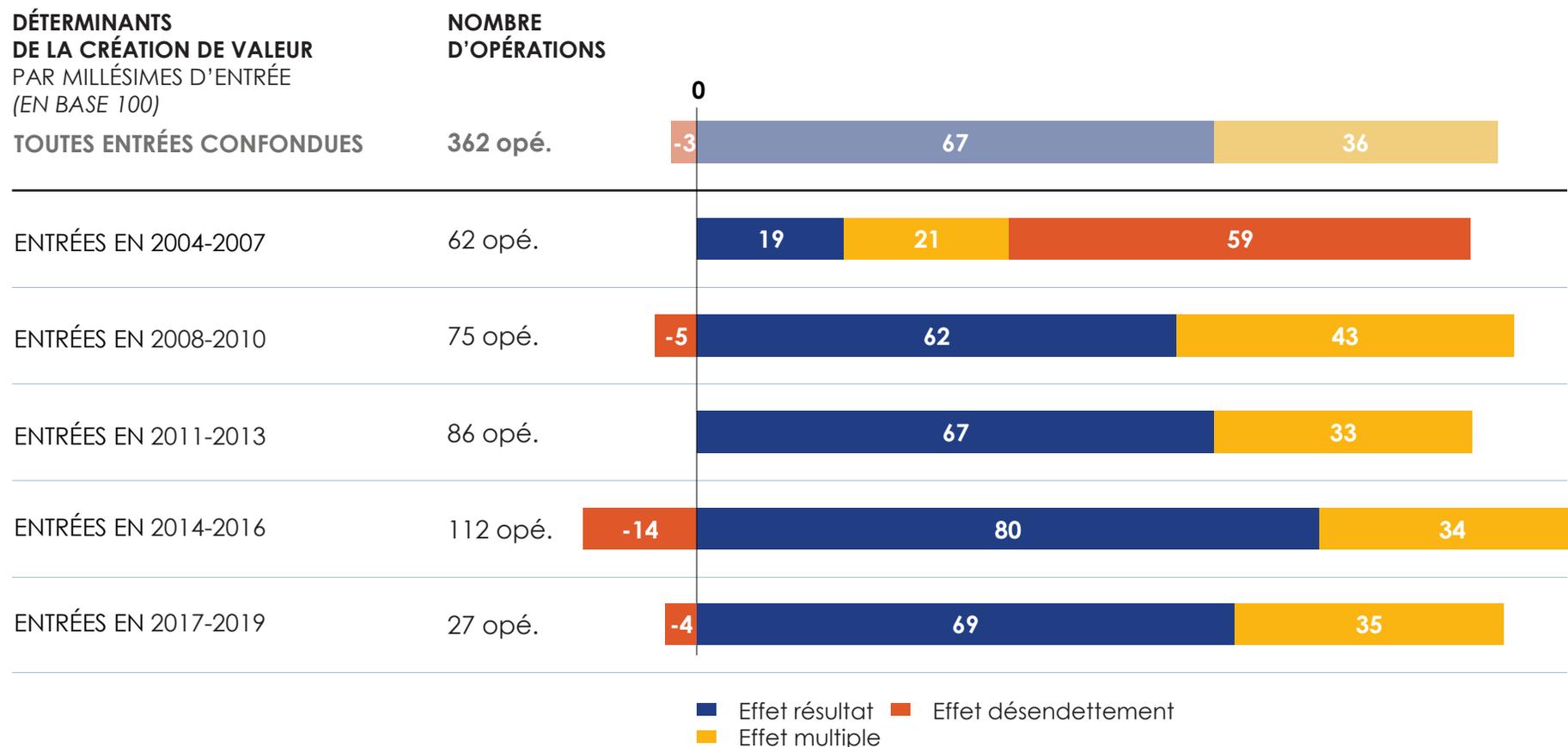
La création de valeur sur les millésimes les plus récents progresse, en lien avec la croissance (CA et EBE) des entreprises accompagnées. La croissance de ces entreprises explique, en grande partie, la hausse des multiples de valorisations.



# PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR MILLÉSIME D'ENTRÉE



À partir du millésime d'entrée 2008, l'effet résultat devient le principal déterminant de la création de valeur.



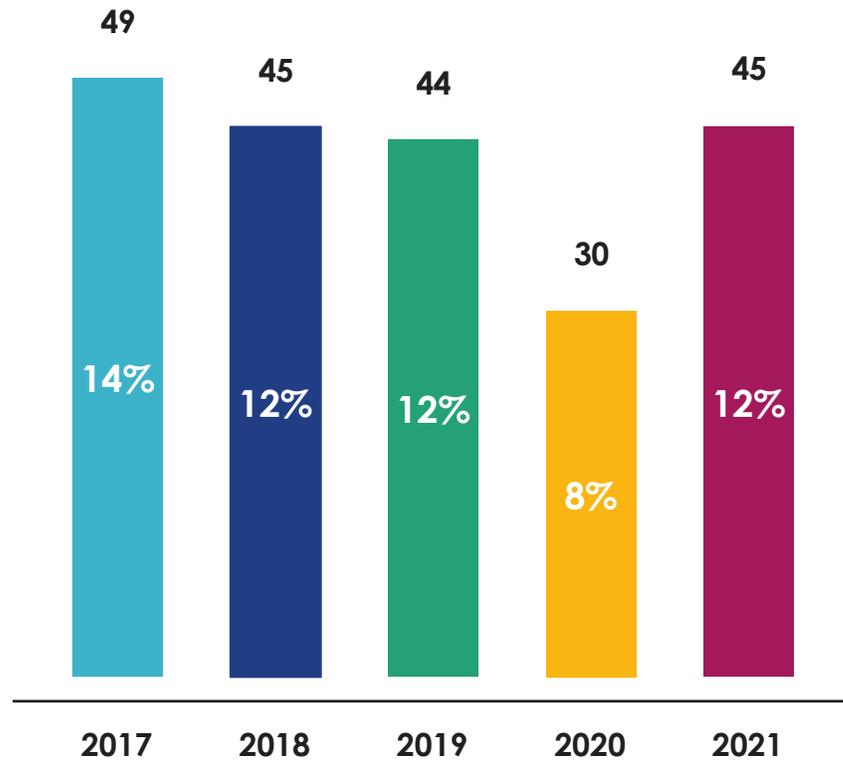


## ANNEXE N°2

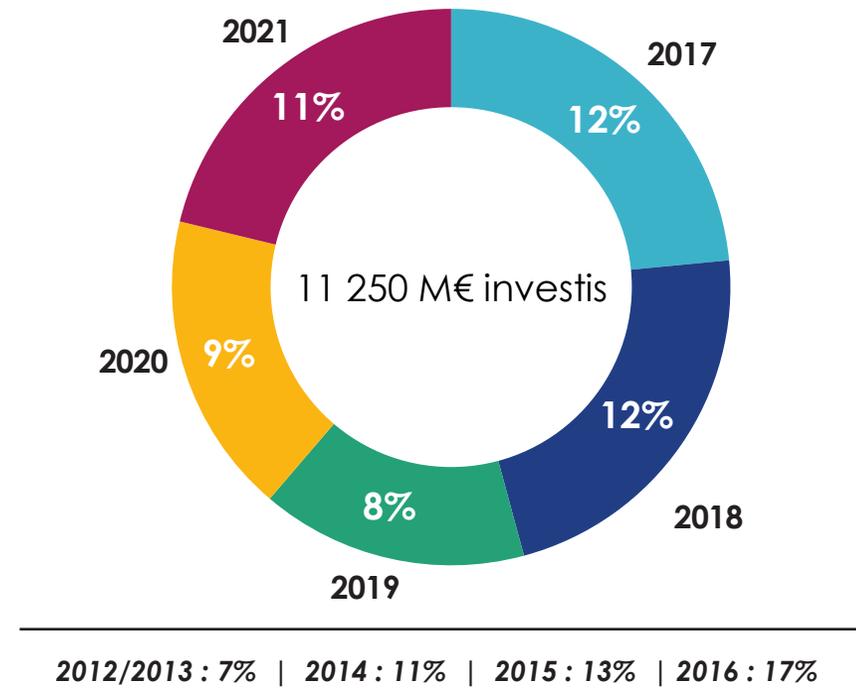
# Caractéristiques de l'échantillon



Répartition des 362 opérations  
par millésime de sortie



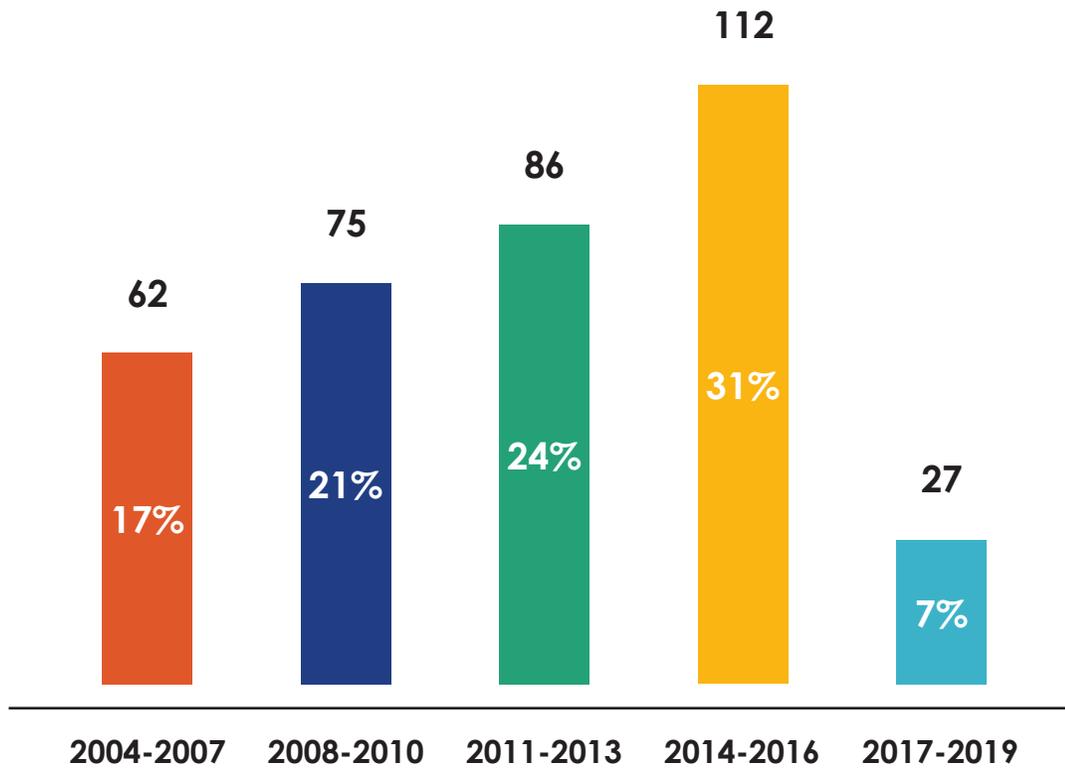
Répartition des montants investis  
par millésime de sortie



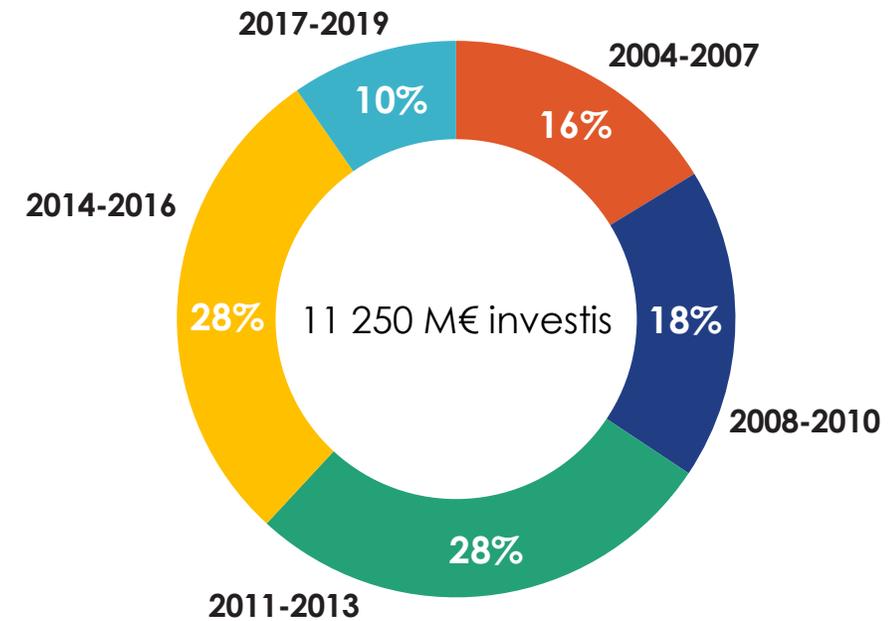
2012/2013 : 22 opé. (7%) | 2014 : 35 opé. (10%) | 2015 : 47 opé. (13%) | 2016 : 45 opé. (12%)



Répartition des 362 opérations  
par millésime d'entrée



Répartition des montants investis  
par millésime d'entrée



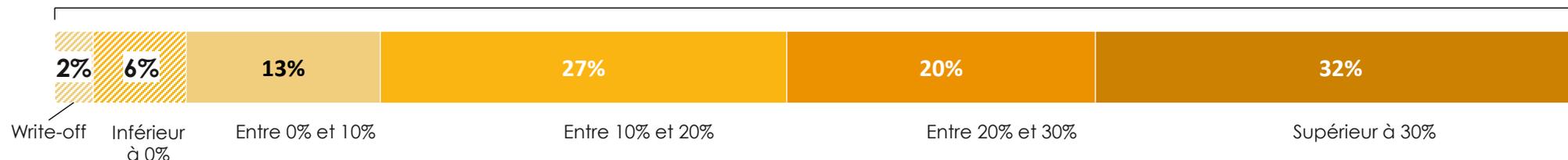
# PERFORMANCES DES ÉCHANTILLONS (1/3) PAR MILLÉSIME DE SORTIE

## Taux de croissance annuels moyens

Millésimes de sortie	CHIFFRE D'AFFAIRES	EBE	EFFECTIFS	DURÉE MOYENNE DE DÉTENTION	TICKET MOYEN D'INVESTISSEMENT	NOMBRE D'OPÉRATIONS
2021	+ 10,2%	+ 13,0%	+ 9,8%	5,1 années	28 M€	45 opérations
2020	+ 16,5%	+ 17,2%	+ 15,6%	5,3 années	35 M€	30 opérations
2019	+ 13,2%	+ 16,0%	+ 13,1%	4,6 années	21 M€	44 opérations
2018	+ 7,8%	+ 9,0%	+ 6,3%	5,1 années	30 M€	45 opérations
2017	+ 5,8%	+ 6,3%	+ 5,7%	6,2 années	28 M€	49 opérations
2016	+ 6,5%	+ 4,9%	+ 6,1%	6,0 années	41 M€	45 opérations
2015	+ 4,1%	+ 5,2%	+ 3,2%	5,5 années	31 M€	47 opérations
2014	+ 7,0%	+ 6,8%	+ 6,8%	6,0 années	36 M€	35 opérations
2012/2013	+ 8,5%	+ 6,8%	+ 5,3%	5,2 années	34 M€	22 opérations

## Répartition par tranche de TRI brut LPs

100% des 362 opérations



# PERFORMANCES DES ÉCHANTILLONS (2/3) PAR MILLÉSIME DE SORTIE



## Évolution des multiples de valorisation et des ratios d'endettement

Millésimes de sortie	ÉVOLUTION DES TITRES (VALEUR DES TITRES À 100%)	MULTIPLE DE VALORISATION À L'ENTRÉE (MULTIPLE D'EBE)	MULTIPLE DE VALORISATION À LA SORTIE (MULTIPLE D'EBE)	RATIO D'ENDETTEMENT NET À L'ENTRÉE (MULTIPLE D'EBE)	RATIO D'ENDETTEMENT NET À LA SORTIE (MULTIPLE D'EBE)	NOMBRE D'OPÉRATIONS
2021	x4,17	x8,3	x12,5	x3,7	x2,3	45 opérations
2020	x3,76	x9,0	x12,1	x3,7	x3,5	30 opérations
2019	x3,38	x8,0	x11,0	x3,1	x2,5	44 opérations
2018	x2,56	x9,5	x11,5	x4,2	x2,8	45 opérations
2017	x2,58	x7,8	x9,6	x3,9	x2,7	49 opérations
2016	x2,51	x7,4	x9,8	x3,6	x2,5	45 opérations
2015	x2,40	x7,9	x9,6	x4,0	x2,5	47 opérations
2014	x2,37	x9,2	x9,8	x4,8	x2,7	35 opérations
2012/2013	x2,18	x7,5	x7,9	x3,9	x2,4	22 opérations

# PERFORMANCES DES ÉCHANTILLONS (3/3) PAR MILLÉSIME DE SORTIE



## Déterminants de la création de valeur (En base 100)

Millésimes de sortie	EFFET RÉSULTAT	EFFET MULTIPLE	EFFET DÉSENDETTEMENT
2021	63	41	-4
2020	97	34	-31
2019	80	36	-16
2018	70	31	-1
2017	65	35	-1
2016	49	47	4
2015	52	36	12
2014	75	12	13
2012/2013	75	13	12

## Déterminants de l'effet résultat (En base 100)

CROISSANCE ORGANIQUE	CROISSANCE EXTERNE	ÉVOLUTION DES MARGES
44	34	22
35	53	12
58	28	14
54	31	15
47	29	24
71	34	-5
71	32	-3
64	26	10
60	34	6

## À propos de France Invest

France Invest regroupe la quasi-totalité des équipes de capital-investissement actives en France et compte à ce titre plus de 400 membres actifs et près de 200 membres associés. A travers sa mission de déontologie, de contrôle et de développement de pratiques de place elle figure au rang des deux associations reconnues par l'AMF dont l'adhésion constitue pour les sociétés de gestion une des conditions d'agrément. C'est la seule association professionnelle spécialisée sur le métier du capital-investissement.

Promouvoir la place et le rôle du capital-investissement, participer activement à son développement en fédérant l'ensemble de la profession et établir les meilleures pratiques, méthodes et outils pour un exercice professionnel et responsable du métier d'actionnaire figurent parmi les priorités de France Invest. Plus d'informations : [www.franceinvest.eu](http://www.franceinvest.eu)

## À propos d'EY

### EY | Building a better working world

La raison d'être d'EY est de participer à la construction d'un monde plus équilibré, en créant de la valeur sur le long terme pour nos clients, nos collaborateurs et pour la société, et en renforçant la confiance dans les marchés financiers.

Expertes dans le traitement des données et des nouvelles technologies, les équipes EY, présentes dans plus de 150 pays, contribuent à créer les conditions de la confiance dans l'économie et répondent aux enjeux de croissance, de transformation et de gestion des activités de nos clients.

Fortes de compétences en audit, consulting, droit, stratégie, fiscalité et transactions, les équipes EY sont en mesure de décrypter les complexités du monde d'aujourd'hui, de poser les bonnes questions et d'y apporter des réponses pertinentes.

EY désigne l'organisation mondiale et peut faire référence à l'un ou plusieurs des membres d'Ernst & Young Global Limited, dont chacun représente une entité juridique distincte. Ernst & Young Global Limited, société britannique à responsabilité limitée par garantie, ne fournit pas de prestations aux clients. Les informations sur la manière dont EY collecte et utilise les données personnelles, ainsi que sur les droits des personnes concernées au titre de la législation en matière de protection des données sont disponibles sur [ey.com/privacy](http://ey.com/privacy). Les cabinets membres d'EY ne pratiquent pas d'activité juridique lorsque les lois locales l'interdisent. Pour plus d'informations sur notre organisation, veuillez vous rendre sur notre site [ey.com](http://ey.com).

© 2022 EY & Associés.  
Tous droits réservés.  
SCORE N° 2022-085  
ED 0912

Cette publication a valeur d'information générale et ne saurait se substituer à un conseil professionnel en matière comptable, fiscale, juridique ou autre. Pour toute question spécifique, veuillez vous adresser à vos conseillers.  
[ey.com/fr](http://ey.com/fr)

### Contacts France Invest :

Simon PONROY - Directeur des études économiques et statistiques | [s.ponroy@franceinvest.eu](mailto:s.ponroy@franceinvest.eu)

Julie DUBERNET - Économiste | [j.dubernet@franceinvest.eu](mailto:j.dubernet@franceinvest.eu)

Alice NIVET - Chargée d'études économiques et statistiques | [a.nivet@franceinvest.eu](mailto:a.nivet@franceinvest.eu)

Lucas ROUHAUD - Chargé d'études économiques et statistiques | [l.rouhaud@franceinvest.eu](mailto:l.rouhaud@franceinvest.eu)

Ghita CHERRADI - Chargée d'études - Alternante | [g.cherradi@franceinvest.eu](mailto:g.cherradi@franceinvest.eu)

### Contacts EY :

Laurent MAJUBERT - Associé, EY & Associés | [laurent.majubert@fr.ey.com](mailto:laurent.majubert@fr.ey.com)

François ESTIN - Associé, EY & Associés | [francois.estin@fr.ey.com](mailto:francois.estin@fr.ey.com)

Maxime PRAT - Senior Manager, EY & Associés | [maxime.prat@fr.ey.com](mailto:maxime.prat@fr.ey.com)

