



| 2021 |

CRÉATION DE VALEUR

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

7^{ème} édition
Décembre 2021



La valeur des titres des 317 PME/ETI de l'étude a été multipliée par 2,67 en 5 ans et demi

- ✓ La création de valeur dans les entreprises de l'échantillon (317 opérations) s'explique à hauteur de 68% par la croissance de l'EBE (Excédent Brut d'Exploitation). 90% de la croissance de l'EBE provient de la progression du chiffre d'affaires, dont 56% par de la croissance organique et 34% par de la croissance externe.
- ✓ Les multiples d'acquisition progressent de 8,2x à 10,2x l'EBE entre l'entrée et la sortie des fonds d'investissement. Cette évolution explique 35% 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. 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 46% sur une durée moyenne de détention de 5 ans et demi (41% de cette augmentation nette étant liée au développement du périmètre historique), soit une croissance annuelle moyenne de 7,0%.
- ✓ Les entreprises concernées ont poursuivi (33%) 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 : 56% 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 (98%), comme sur le choix du repreneur à la sortie (99%).



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 2020,
 - 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.

448 entreprises cédées 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.

317 entretiens réalisés, soit un taux de couverture de 71% du marché étudié.



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

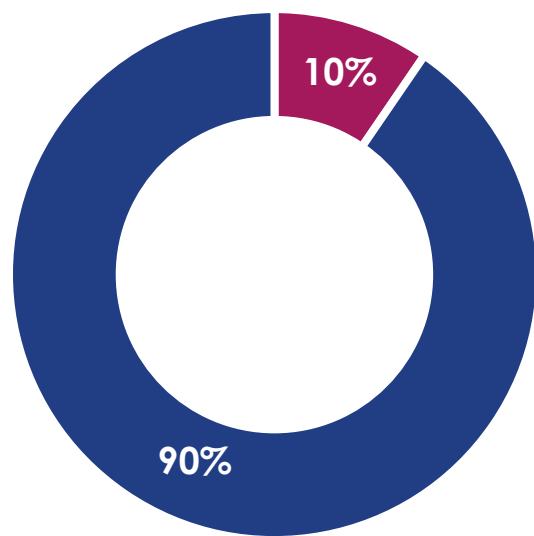
- ✓ Les positions d'entrée et de sortie des dettes nettes ont été appréhendées avec précision. Toutefois, l'effet de désendettement observé n'est pas retraité des quantum de dettes complémentaires qui ont pu être contractées pour le financement de la croissance de l'entreprise.

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES 317 OPÉRATIONS

CRÉATION
DE VALEUR

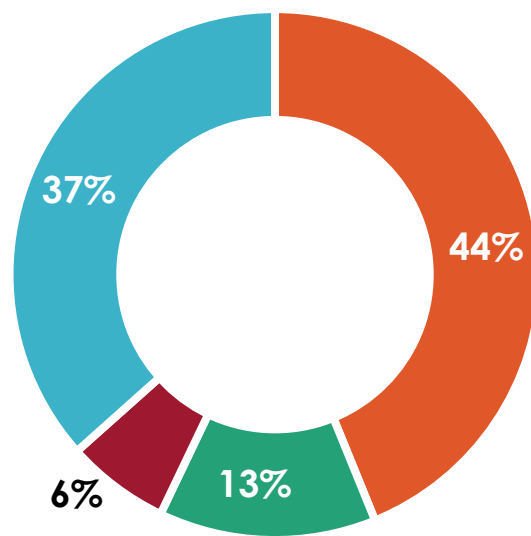


... selon le type d'opération *



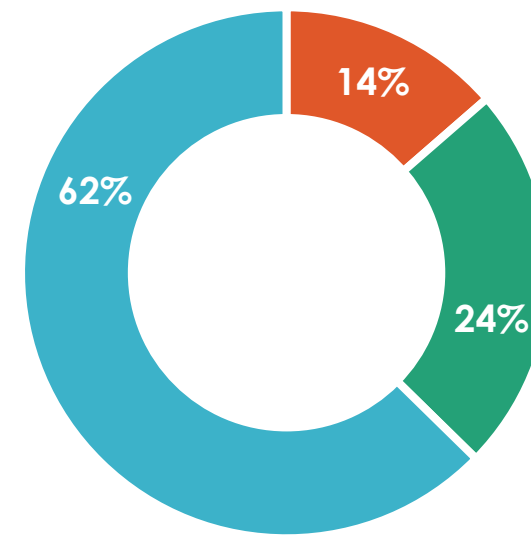
■ MBO ■ MBI

... le type de cédant à l'entrée



■ Fonds de capital-investissement ■ Managers et/ou fondateurs
■ Industriel ■ Autres

... le type d'acquéreur à la sortie



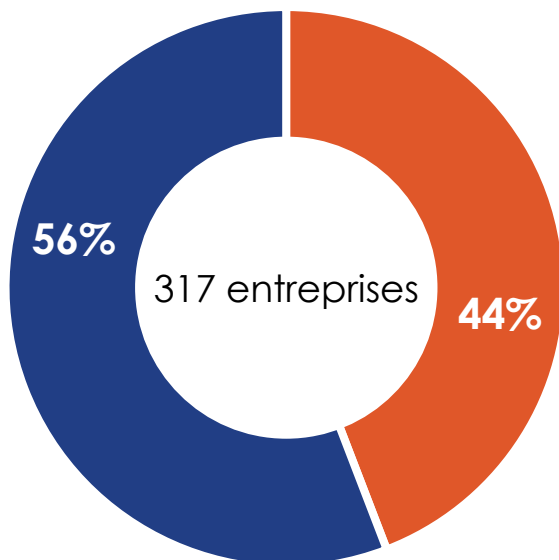
■ Fonds de capital-investissement ■ Managers et/ou fondateurs
■ Industriel

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

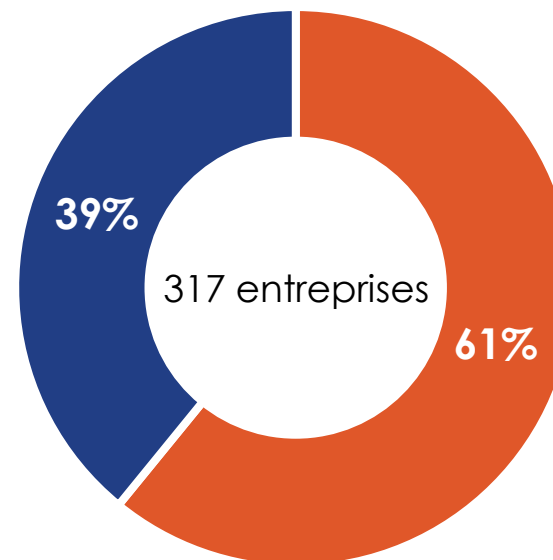


30% des entreprises qui étaient des PME à l'entrée sont devenues des ETI lorsque le fonds actionnaire a cédé ses parts.

Catégories d'entreprises
à l'entrée



Catégories d'entreprises
à la sortie



■ PME

■ ETI



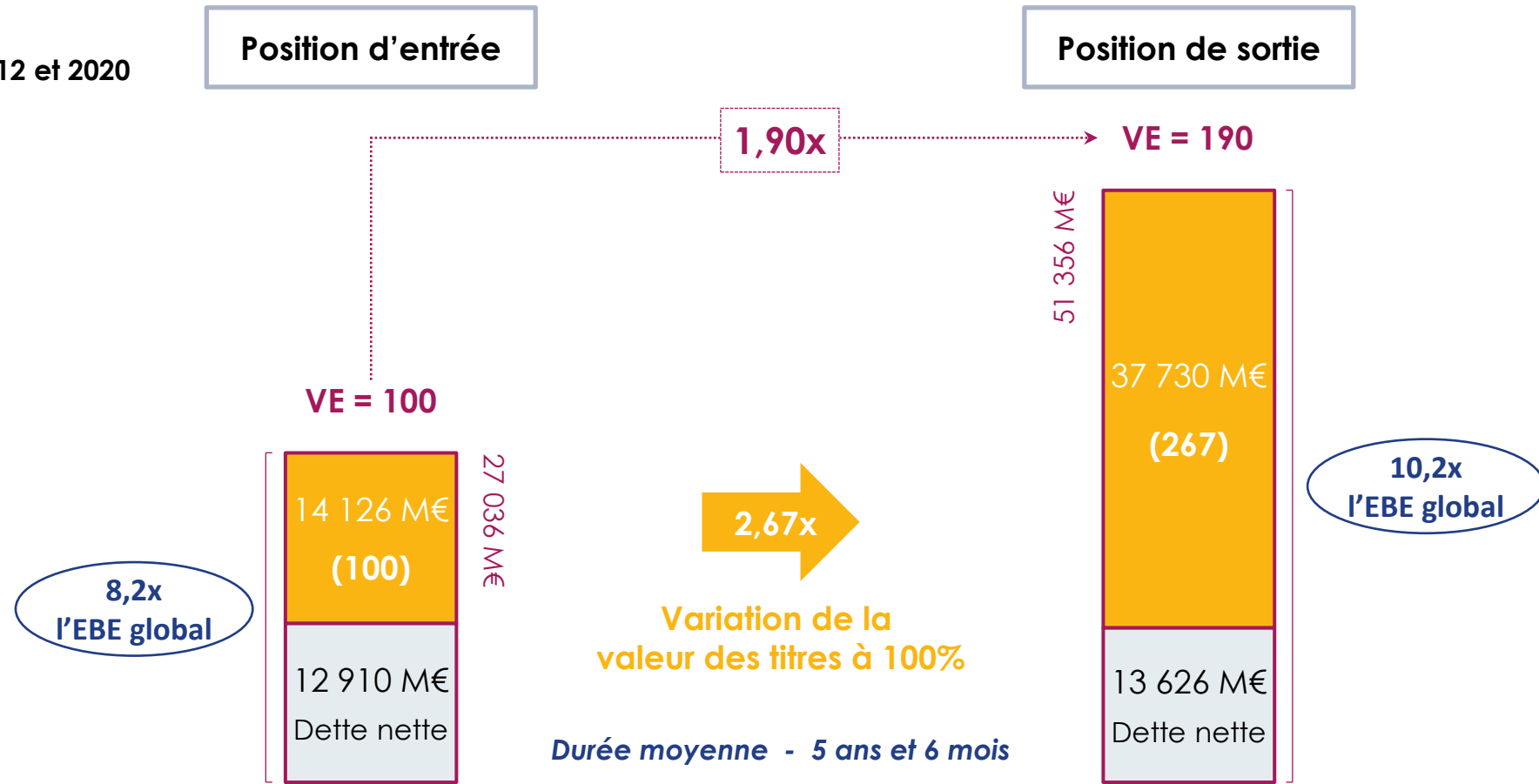
CRÉATION DE VALEUR

Chiffres clés & analyse

POSITION AGRÉGÉE GLOBALE D'ENTRÉE ET DE SORTIE



317 opérations
cédées entre 2012 et 2020



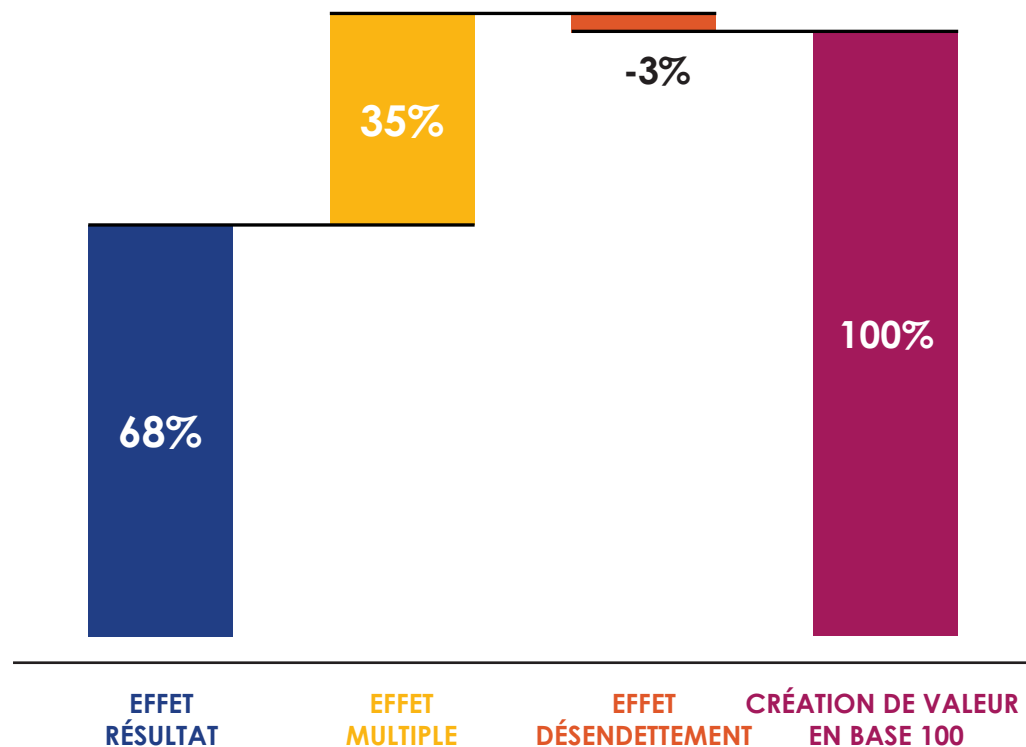
EBE global	3 298 M€	----- + 7,99% en moyenne par an ----->	5 038 M€
Chiffres d'affaires	22 975 M€	----- + 7,60% en moyenne par an -----> (dont 54% de croissance organique)	34 411 M€

Source : France Invest / EY



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).

317 opérations
cédées entre 2012 et 2020



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

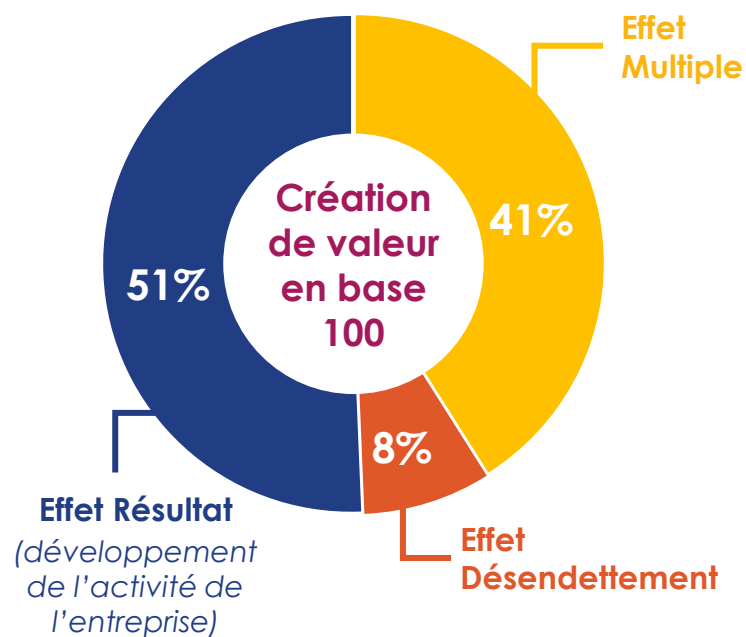
Les entreprises accompagnées peuvent aisément se réendetter grâce à la croissance de leurs résultats, tout en diminuant leur ratio dette/EBE (voir P. 13).

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

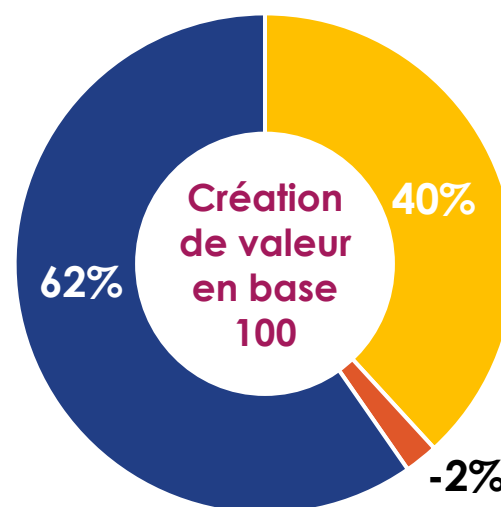


La forte croissance des sociétés de petite taille conduit à une appréciation légèrement plus sensible des multiples de valorisation au moment de la cession.

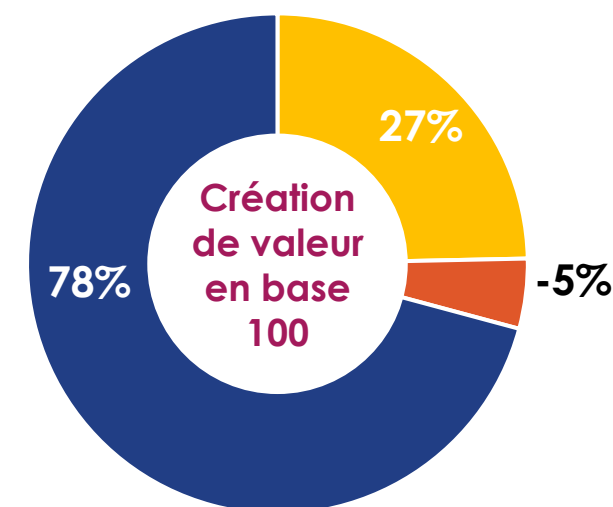
CA au moment de la cession
20 M€ - 50 M€



CA au moment de la cession
50 M€ - 200 M€



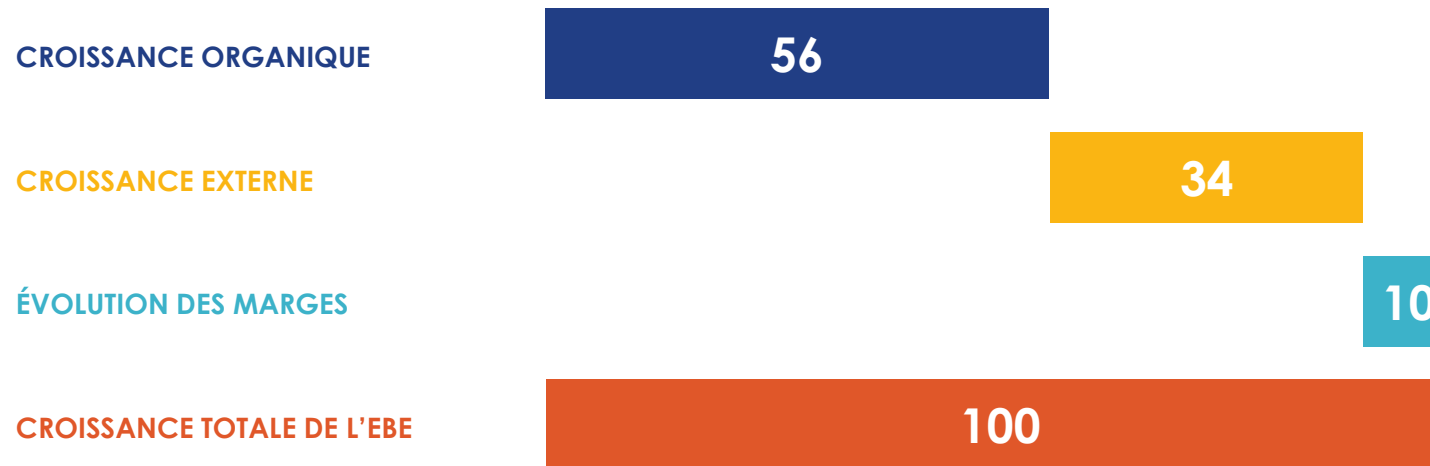
CA au moment de la cession
200 M€ - 500 M€





Plus de la moitié de l'effet résultat (56%), 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 317 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	317 opé.	8,2x 10,2x	162 M€	16 M€
VE* < 50 M€ À LA SORTIE	106 opé.	6,0x 7,3x	28 M€	4 M€
VE* COMPRISE ENTRE 50 M€ ET 200 M€	137 opé.	7,4x 8,9x	102 M€	11 M€
VE* COMPRISE ENTRE 200 M€ ET 500 M€	52 opé.	8,3x 10,4x	294 M€	28 M€
VE* > 500 M€	22 opé.	10,0x 12,0x	875 M€	73 M€

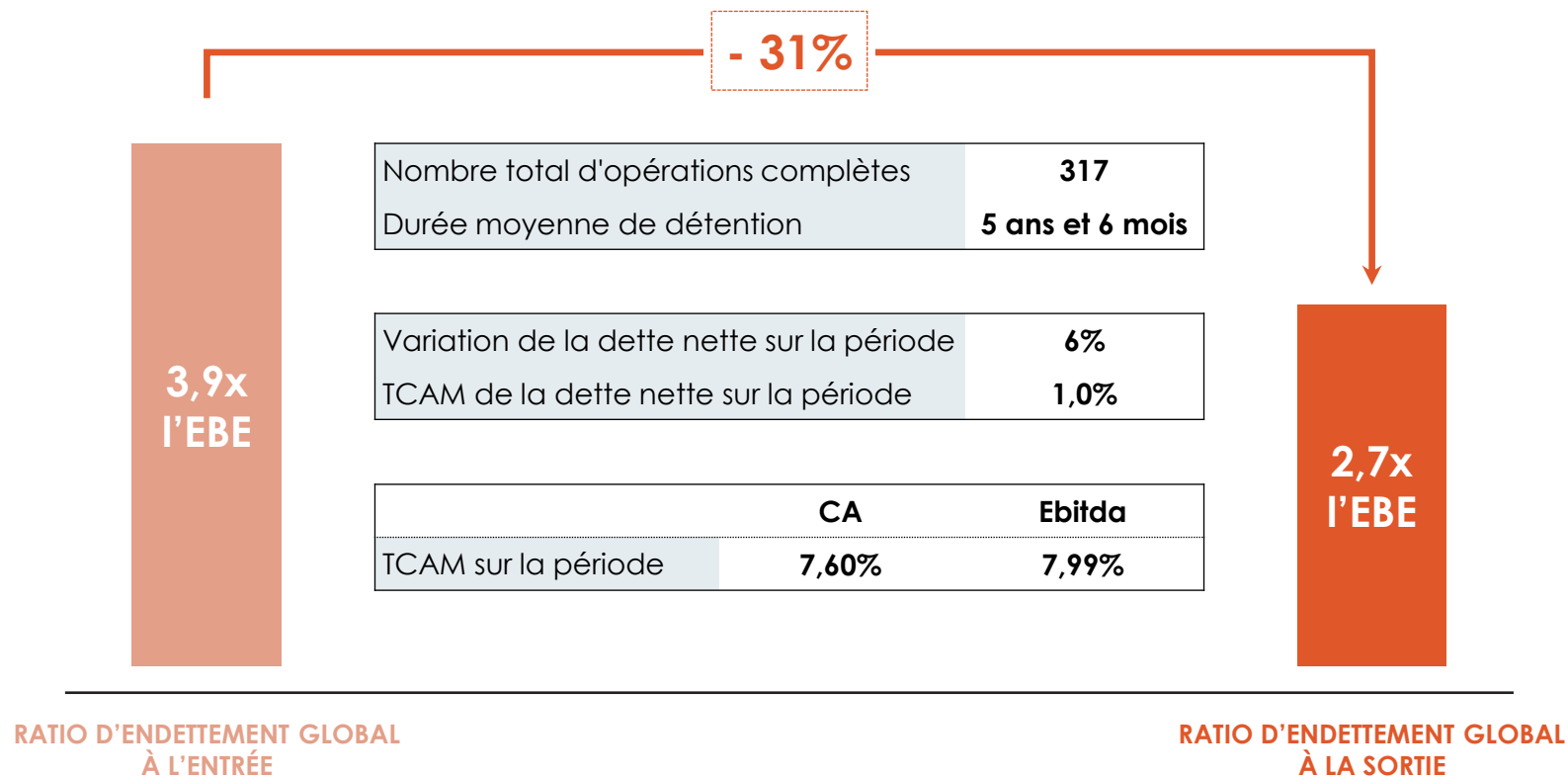
■ Multiple d'EBE à l'entrée
■ Multiple d'EBE à la sortie

* VE : Valeur d'entreprise

ÉVOLUTION DU RATIO D'ENDETTEMENT NET SUR LA PÉRIODE



Le ratio d'endettement net de l'échantillon diminue de 31% sur la période de détention. Cette évolution s'explique par la croissance des entreprises et de leur rentabilité.



TCAM : Taux de croissance annuel moyen



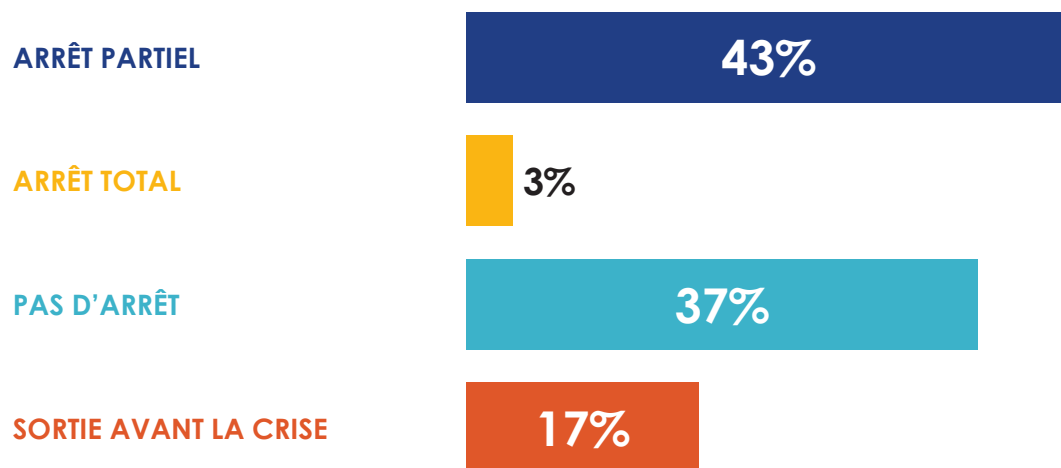
CRÉATION DE VALEUR

Analyse millésime par millésime

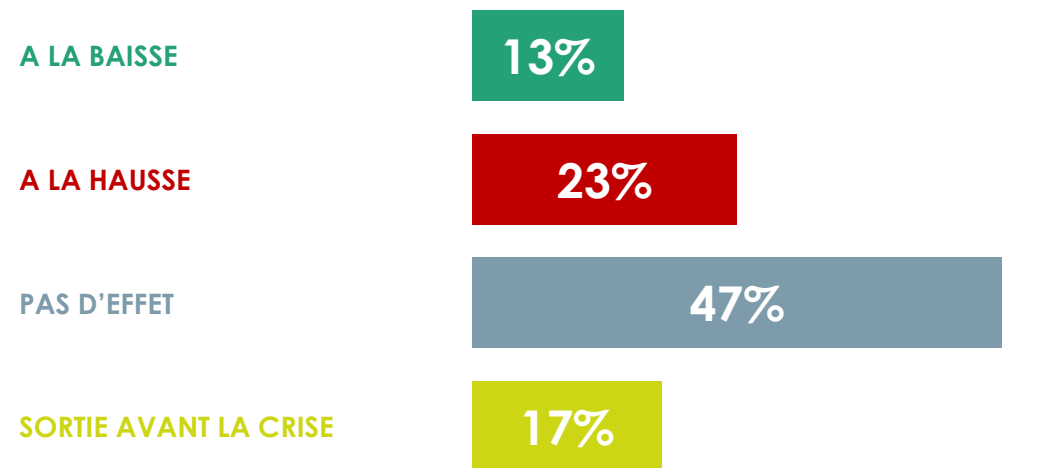


Seules 3% des entreprises du millésime 2020 ont souffert d'un arrêt total de leur activité du fait de la crise sanitaire tandis que pour 47% d'entre elles, la crise sanitaire n'a pas eu d'effet significatif sur la valorisation lors de la cession.

IMPACT DE LA CRISE SUR L'ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS CÉDÉES EN 2020 30 OPÉRATIONS



IMPACT DE LA CRISE SUR LA VALORISATION DES CESSIONS DE L'ANNÉE 2020 30 OPÉRATIONS





Le millésime 2020 se caractérise par un niveau d'endettement qui a crû un peu moins vite que les résultats (voir p.17). Ceci s'explique par le schéma suivant.



L'EBE a crû de 17,2 % en moyenne par an pour les opérations du millésime 2020 (voir p.48)...



... porté à 53% par les croissances externes (voir p.18)...



...qui sont financées essentiellement par un endettement supplémentaire (voir p.19).



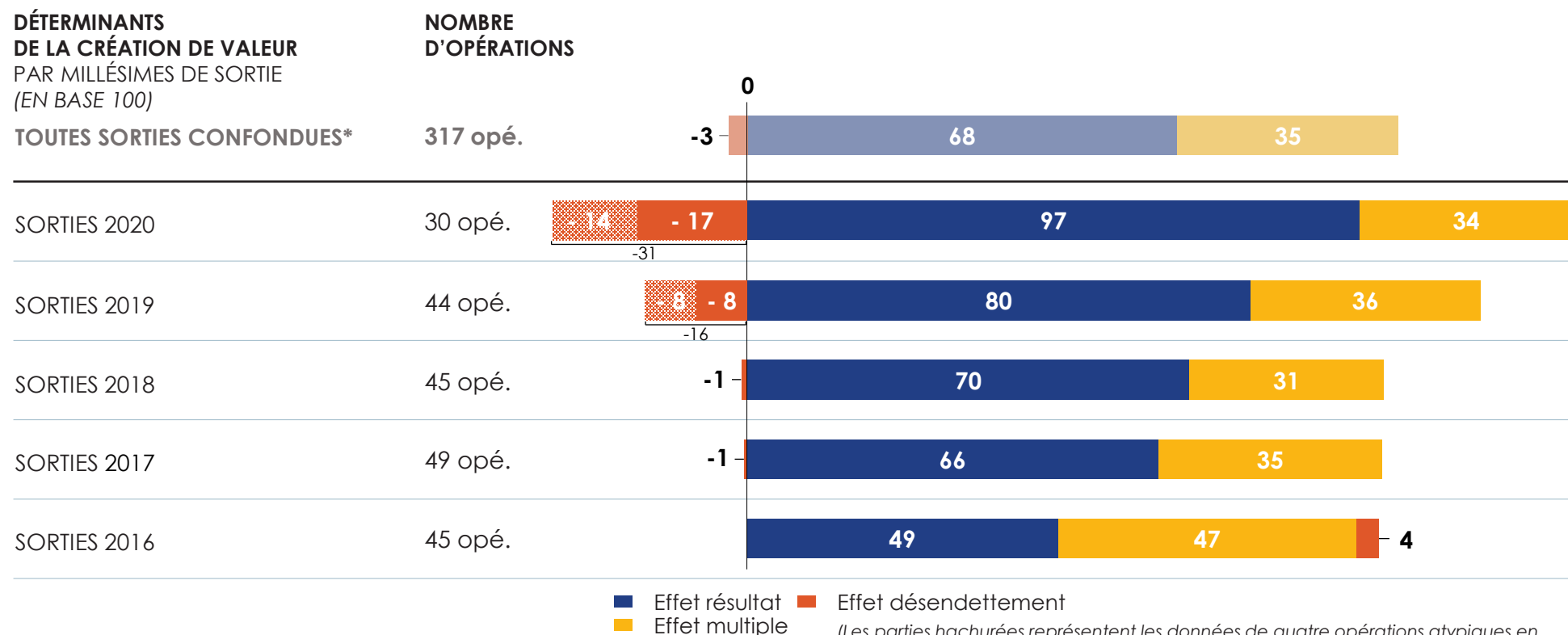
Cet endettement supplémentaire n'accroît pas le ratio EBE/dette grâce à la croissance des résultats (3,7x l'EBE à l'entrée vs. 3,5x à la cession – voir p.19).

Par ailleurs, l'accroissement du niveau d'endettement est peu lié aux refinancements puisque seules 4 opérations de l'échantillon en ont fait l'objet et ces dernières ne représentent que 14% de l'endettement cumulé au moment de la cession.

PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR MILLÉSIME DE SORTIE



Pour le millésime 2020, la création de valeur provient pour les 3/4 de l'effet résultat. La hausse de l'endettement s'explique par les financements complémentaires contractés pour réaliser des acquisitions.

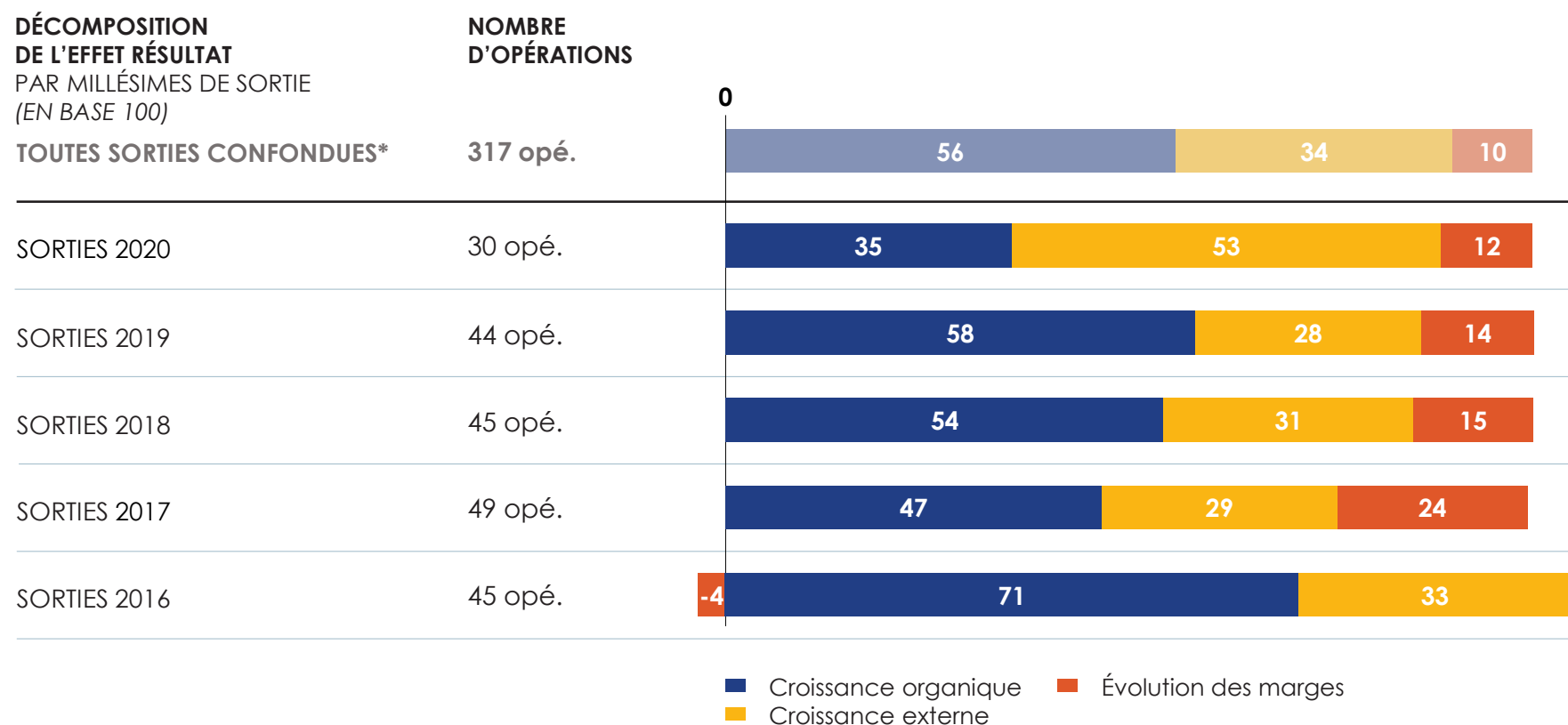


* Les résultats des millésimes 2012 à 2015 sont présentés en annexe.

DÉCOMPOSITION DE L'EFFET RÉSULTAT PAR MILLÉSIME DE SORTIE



Pour le millésime 2020, plus de la moitié de la croissance des résultats (53%) provient des acquisitions, ce qui marque une évolution par rapport aux millésimes précédents.



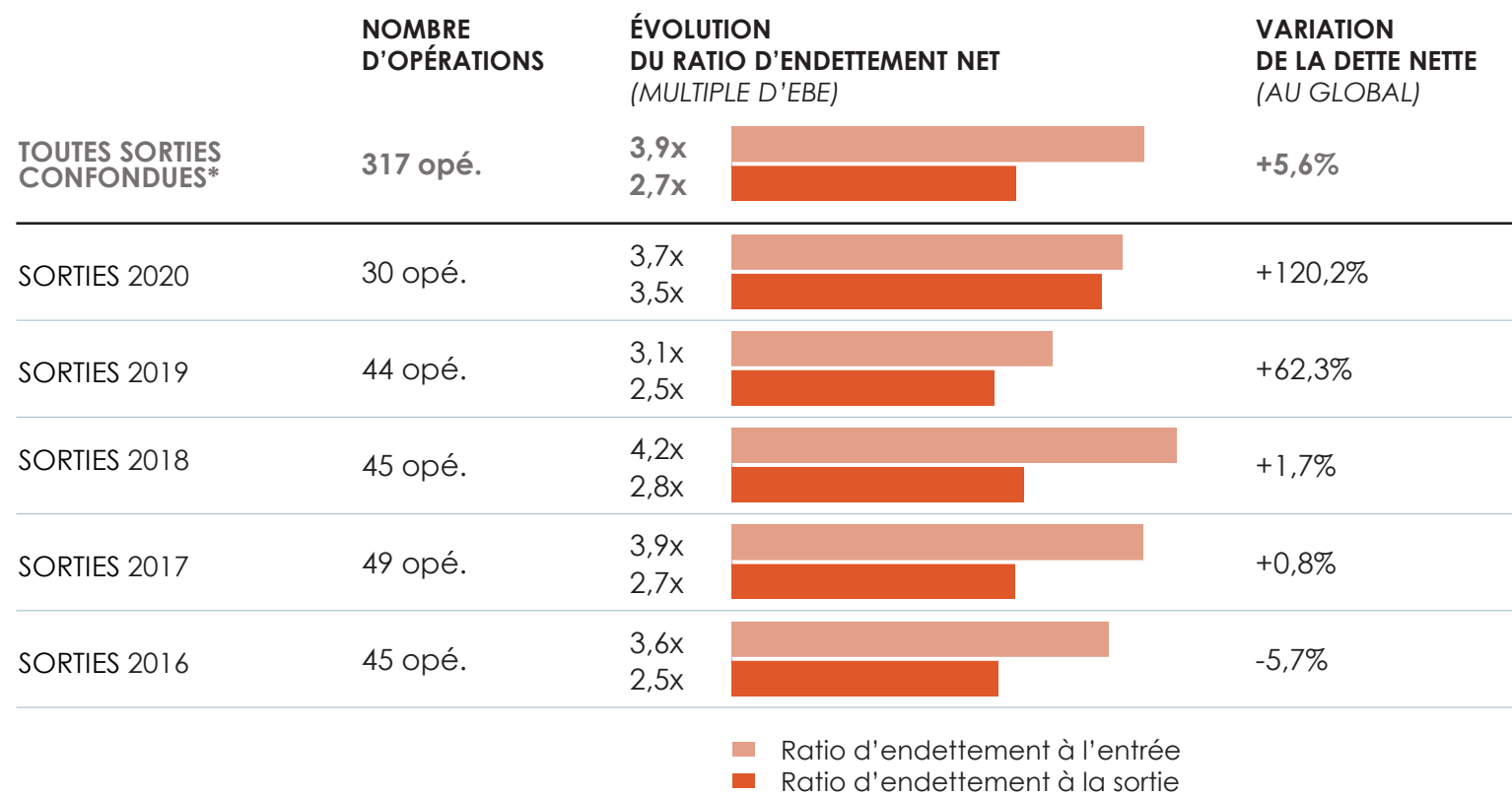
* Les résultats des millésimes 2012 à 2015 sont présentés en annexe.

ÉVOLUTION DU RATIO D'ENDETTEMENT NET PAR MILLÉSIME DE SORTIE



Alors que l'endettement net de l'échantillon augmente légèrement (+5,6%) 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).

En 2020, l'endettement des entreprises de l'échantillon augmente fortement mais le ratio (gearing) diminue légèrement.

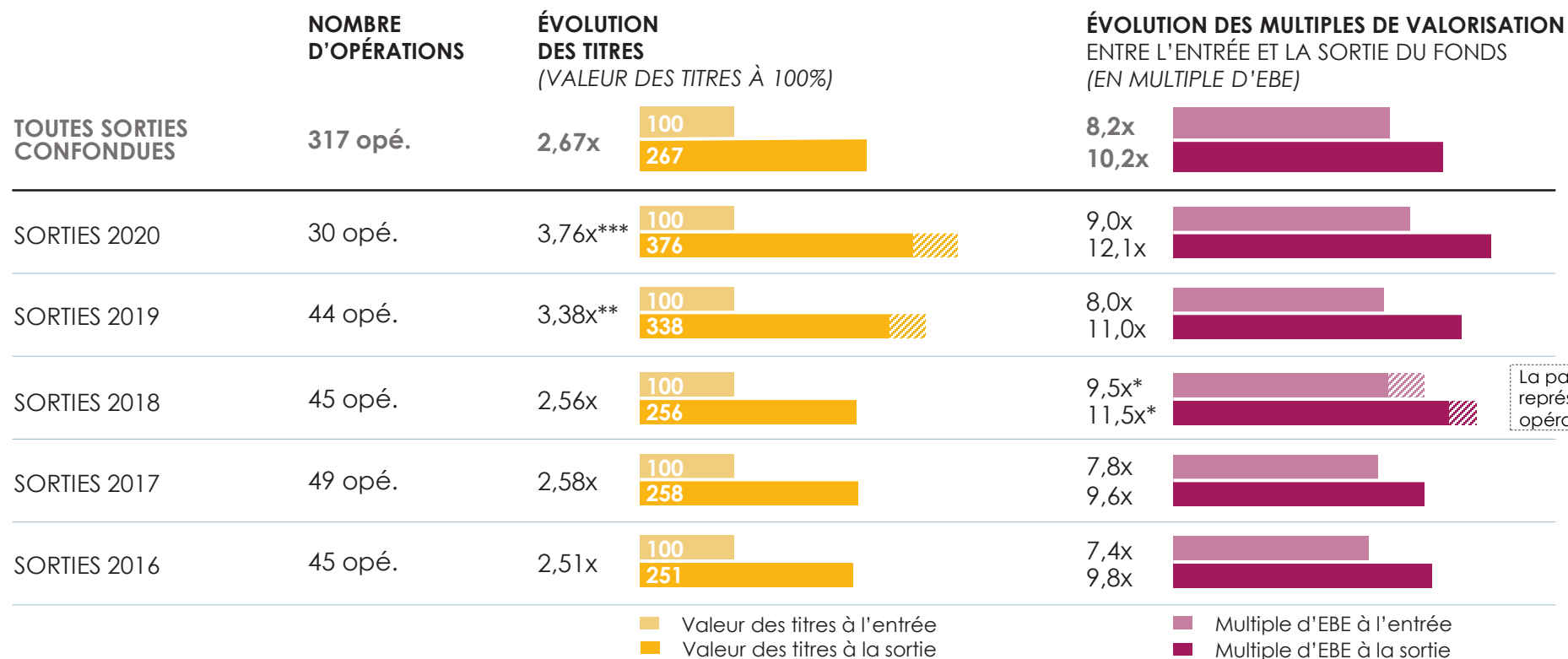


* les résultats des millésimes 2012 à 2015 sont présentés en annexe.

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



La création de valeur est importante sur le millésime 2020 (3,23x hors opérations atypiques).
Les multiples ont été tirés à la hausse par des opérations de taille importante.



Les parties hachurées représentent l'impact d'opérations atypiques

La partie hachurée représente l'impact d'une opération importante

* Retraités d'une opération de grande taille, les multiples d'entrée et de sortie du millésime de sortie 2018 seraient respectivement de 8,2x et 10,5x.

** Retraitée de 4 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 2,96x en 2019.

*** Retraitée de 4 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 3,23 x en 2020.



INDICATEURS COMPLÉMENTAIRES

Impact social et investissement



Plus de 60 000 emplois nets ont été créés sur la période (croissance annuelle moyenne de 7,0%), dont 41% de nouveaux emplois nets créés et 59% d'effectifs issus des acquisitions (nets des cessions).

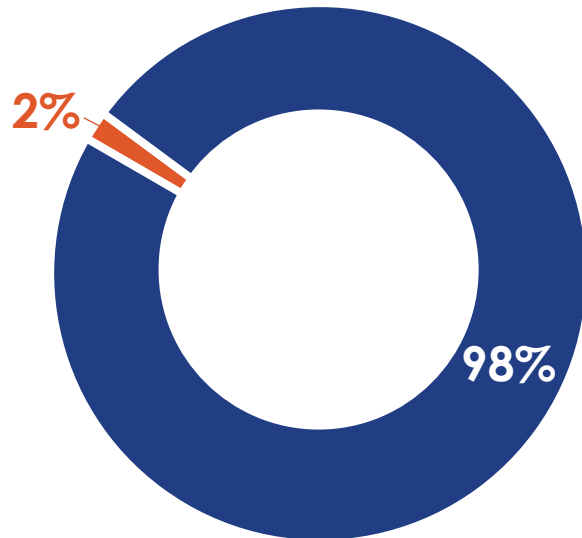
DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DES EFFECTIFS DES 317 OPÉRATIONS DE L'ÉTUDE (EN BASE 100)





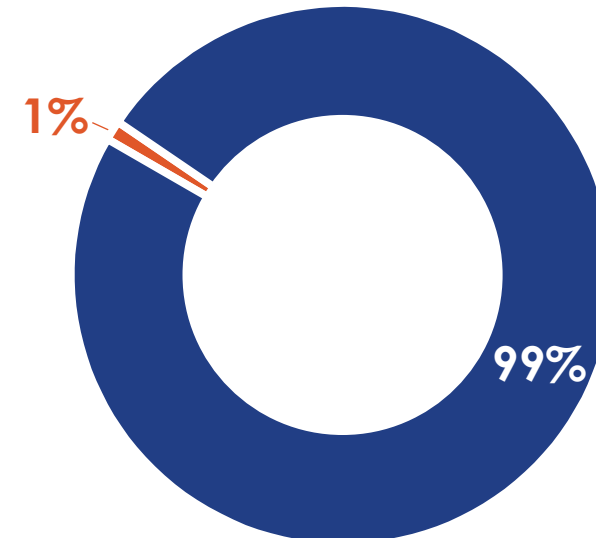
Dans la quasi-totalité des opérations concernées, le comité d'entreprise a rendu un avis favorable ou neutre à l'entrée (98% des cas) comme sur le choix du repreneur à la sortie (99%).

Avis du CE à l'entrée*



■ Favorable ou neutre ■ Défavorable

Avis du CE sur la solution de sortie**



■ Favorable ou neutre ■ Défavorable

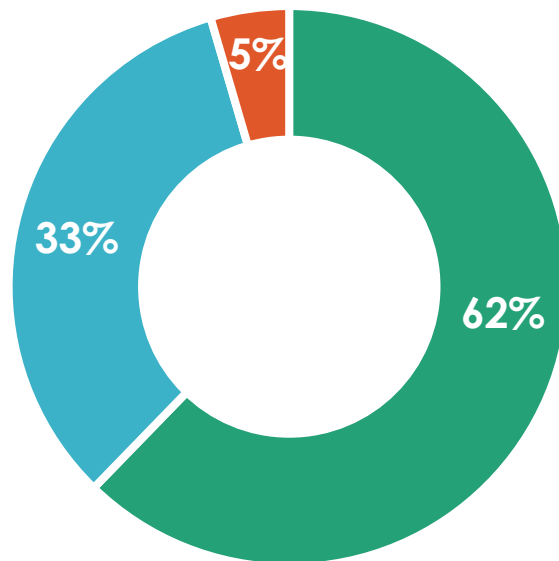
* 239 entreprises de l'échantillon concernées.

** 248 entreprises de l'échantillon concernées.

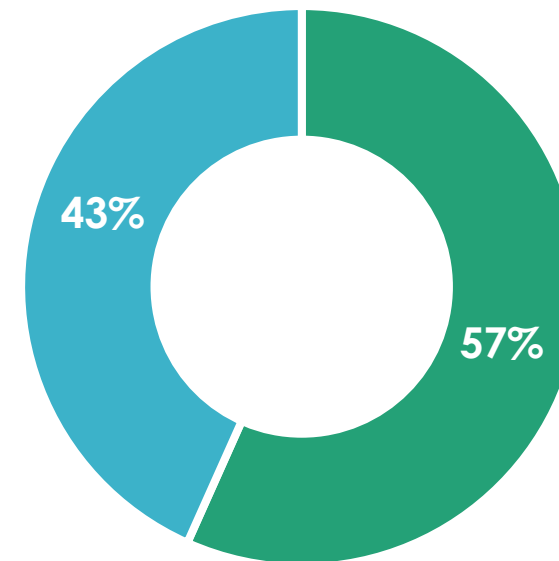


95% des entreprises concernées ont augmenté ou poursuivi leurs efforts d'investissements.
Ceci est encore plus marqué pour la R&D : l'étude ne compte aucun cas de baisse des dépenses.

Évolution des investissements corporels*



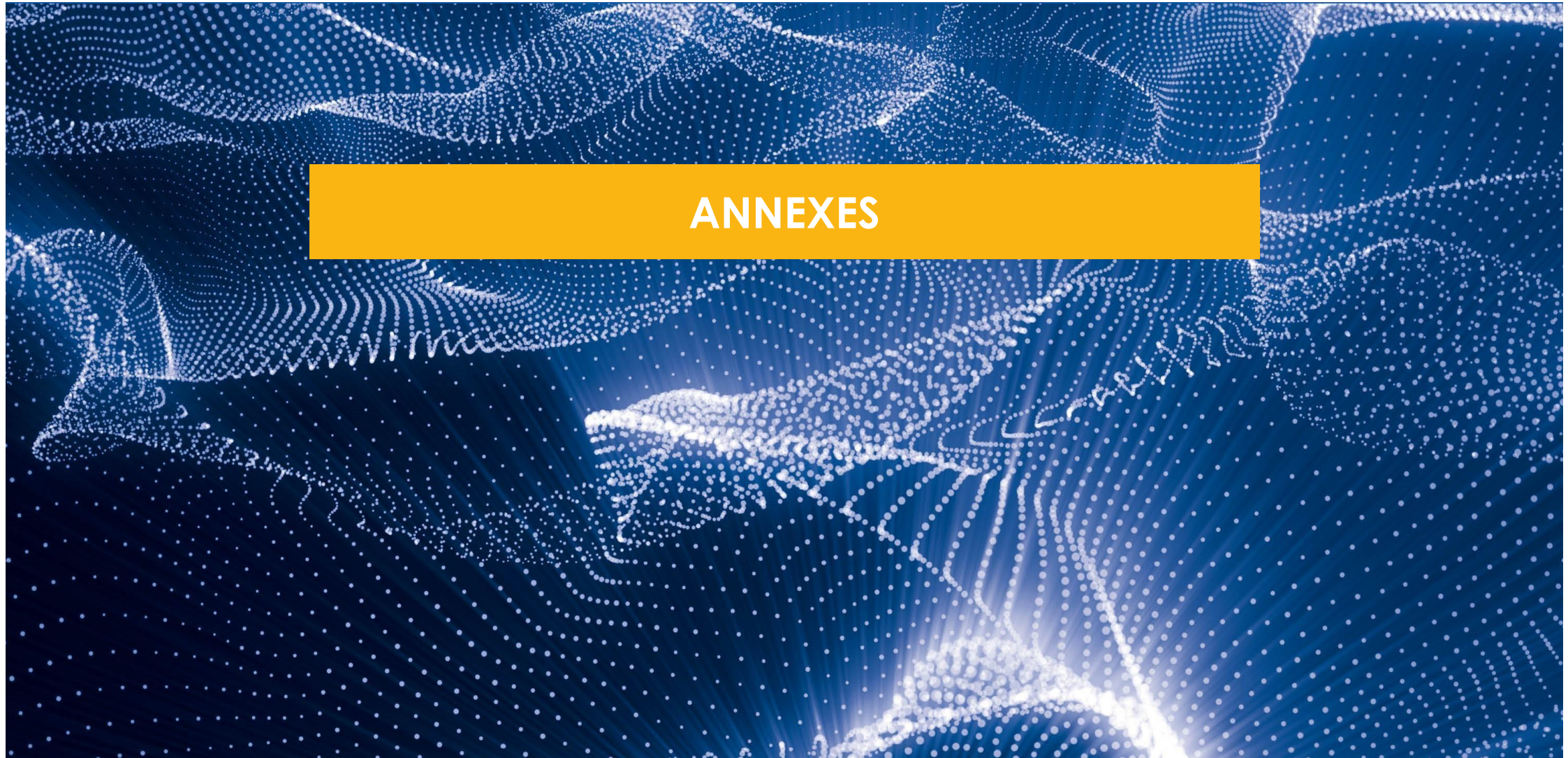
Évolution de la recherche et développement (R&D)**



■ Diminution ■ Stabilité ■ Augmentation

* Information disponible pour 265 entreprises de l'échantillon.

** Information disponible pour 157 entreprises de l'échantillon



ANNEXES



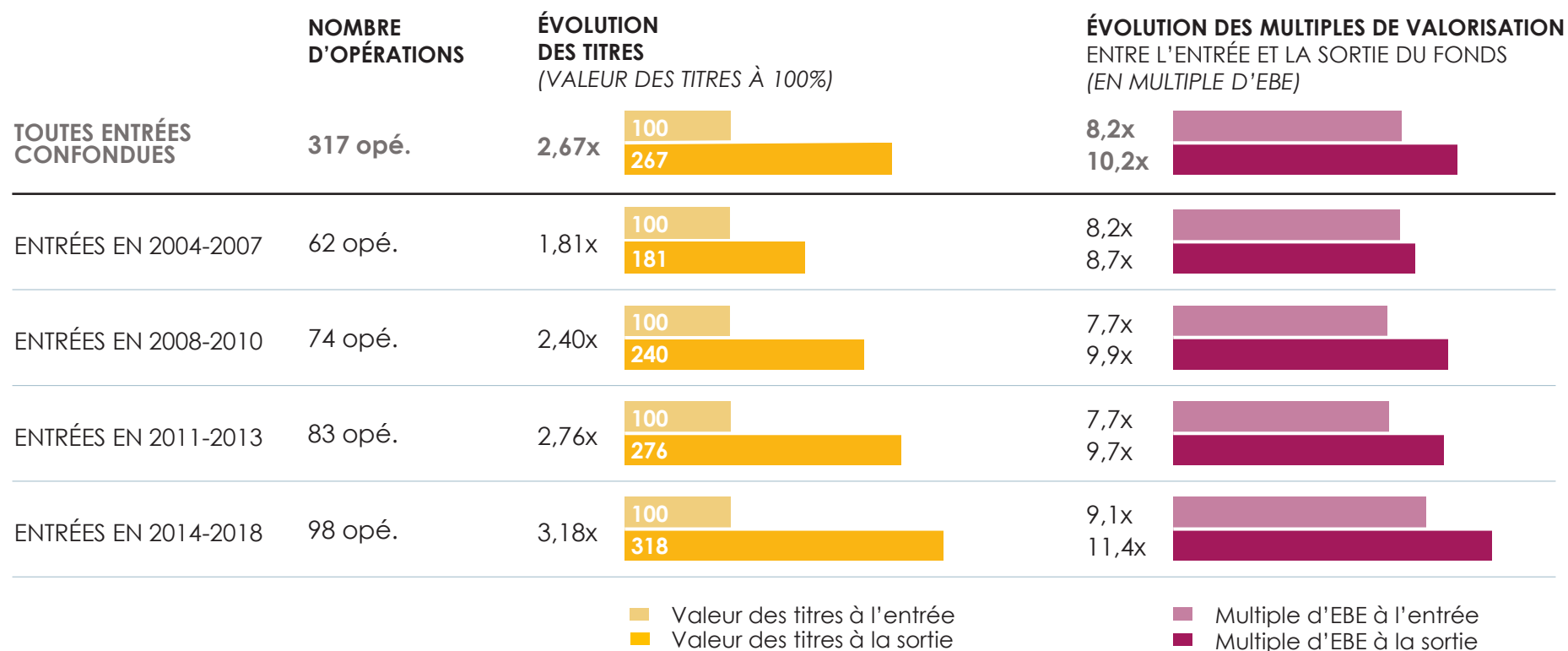
ANNEXE N°1

Détail de l'analyse par millésime

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



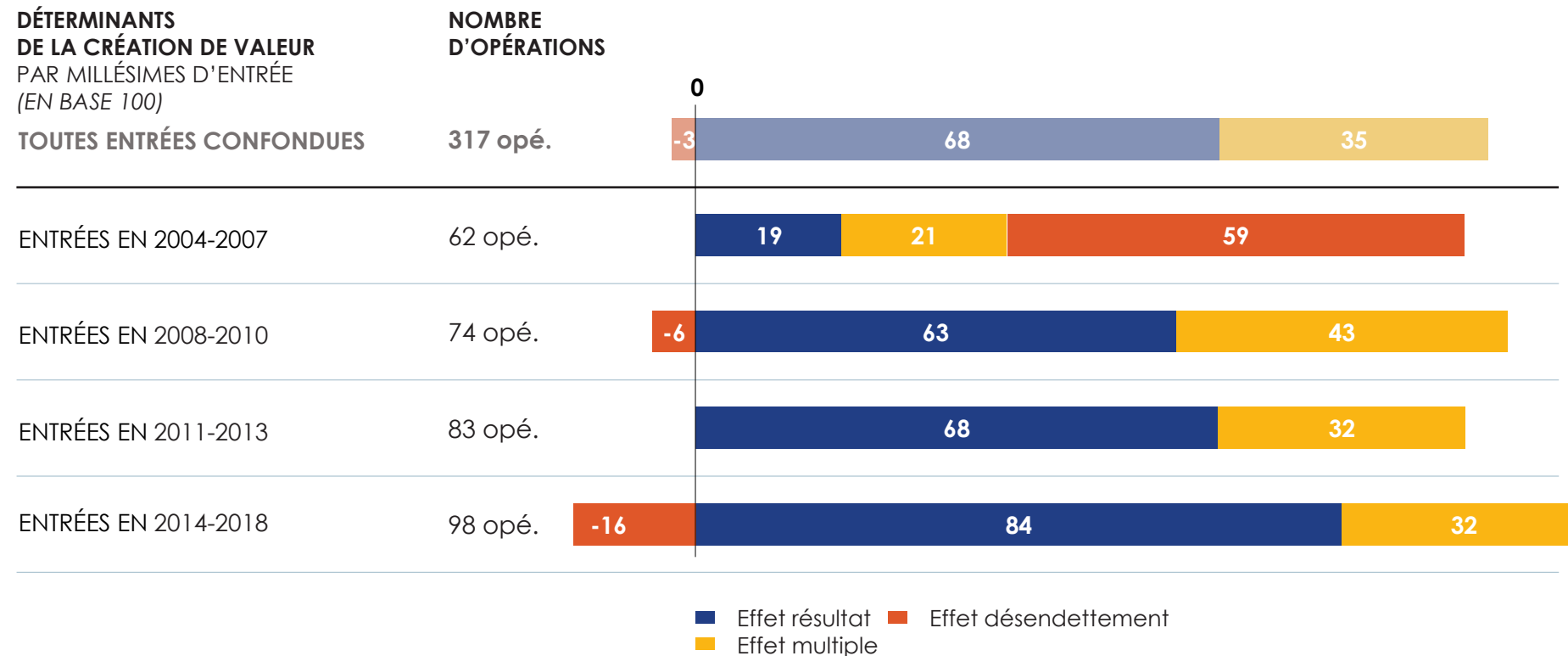
La création de valeur sur les millésimes d'acquisition les plus récents progresse, en partie en lien avec la hausse des multiples de valorisations.



PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE LA CRÉATION DE VALEUR PAR MILLÉSIMES D'ENTRÉE



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



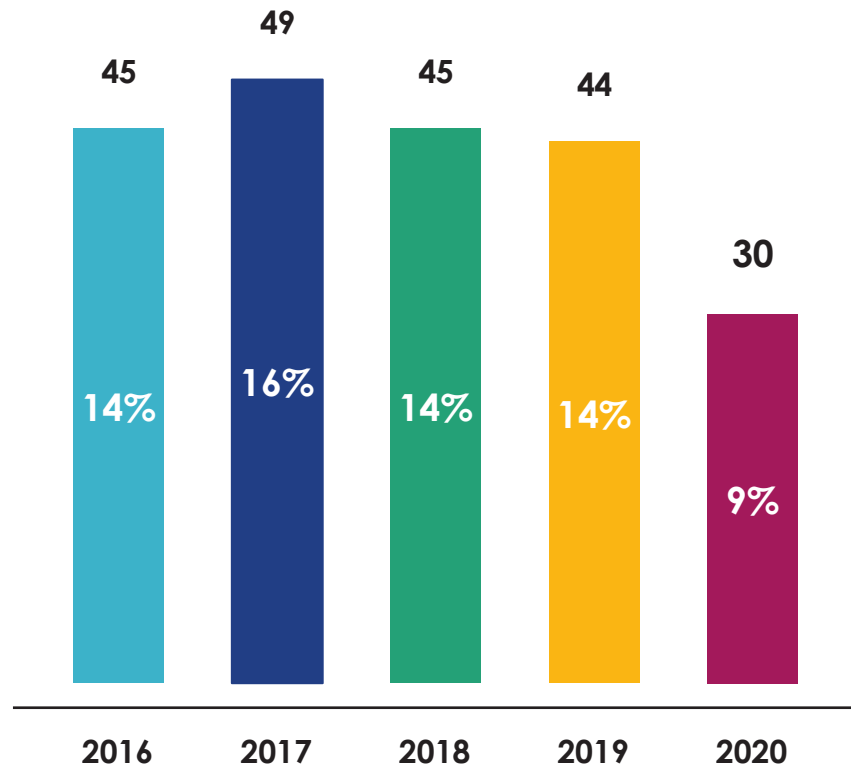


ANNEXE N°2

Caractéristiques de l'échantillon

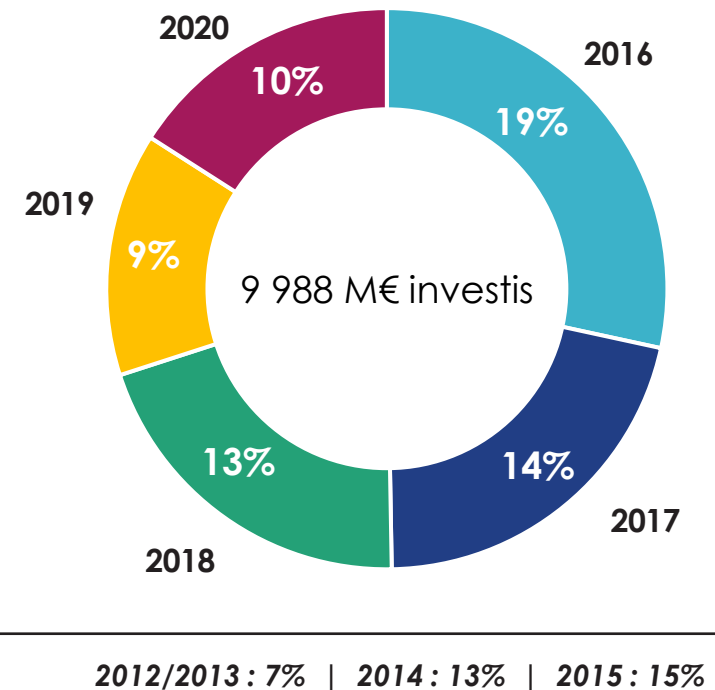


Répartition des 317 opérations
par millésime de sortie



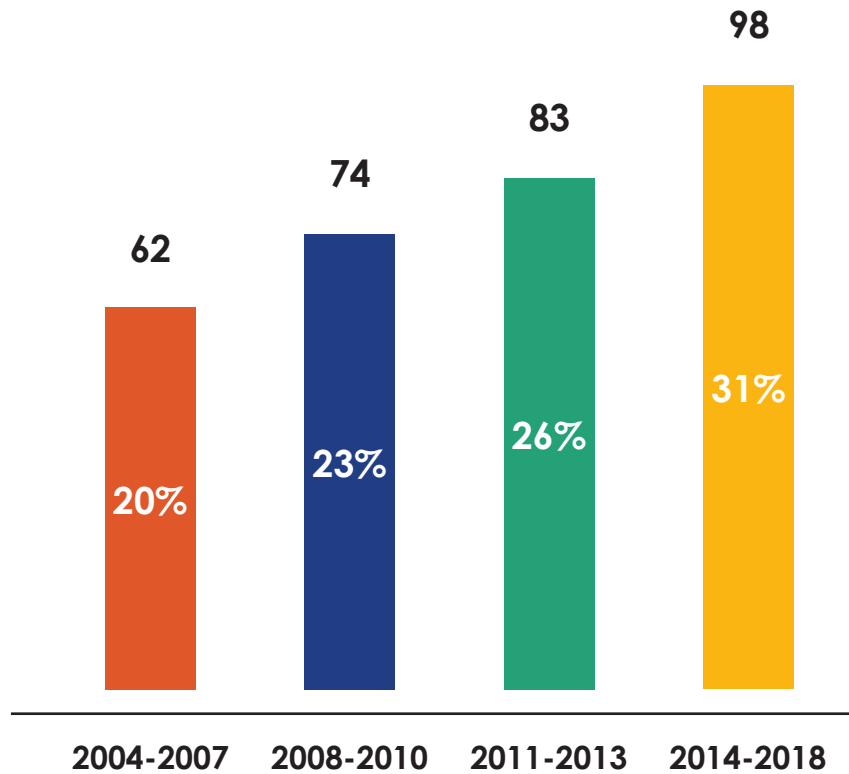
2012/2013 : 22 opé. (7%) | 2014 : 35 opé. (11%) | 2015 : 47 opé. (15%)

Répartition des montants investis
par millésime de sortie

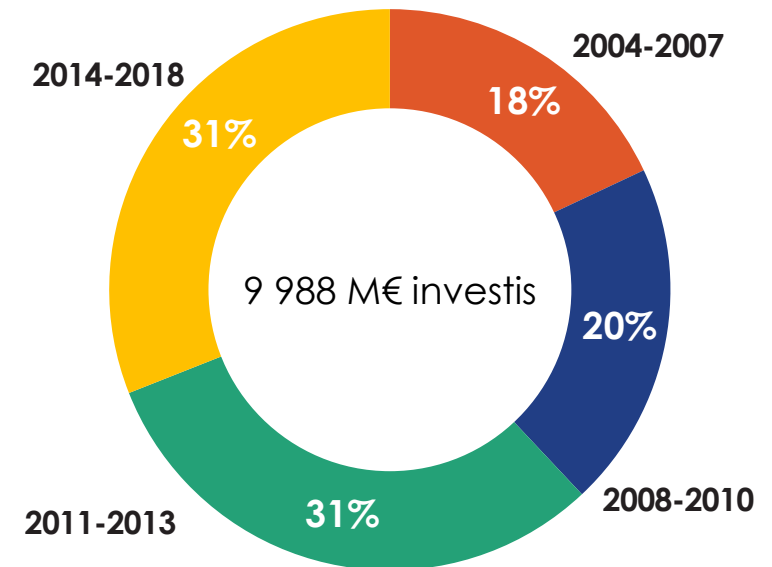




Répartition des 317 opérations
par millésime d'entrée



Répartition des montants investis
par millésime d'entrée



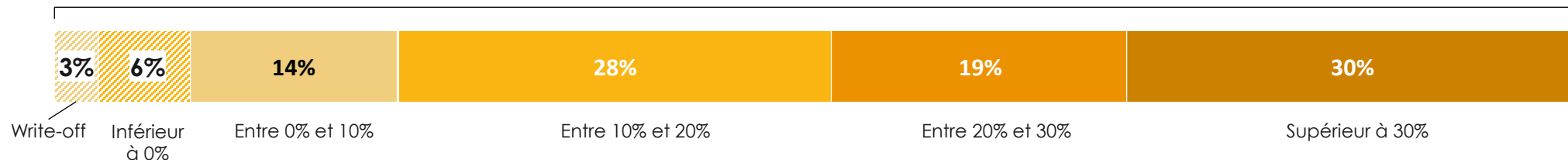
PERFORMANCES DES ÉCHANTILLONS (1/3) PAR MILLÉSIME DE SORTIE

Taux de croissance annuels moyens

Millésimes de sortie	CHIFFRE D'AFFAIRES	EBE	EFFECTIFS	DURÉE MOYENNE DE DÉTENTION	TICKET MOYEN D'INVESTISSEMENT	NOMBRE D'OPÉRATIONS
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 317 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
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 RÉSULTATS	EFFET MULTIPLE	EFFET DÉSENDETTEMENT
2020	97	34	-31
2019	80	36	-16
2018	70	31	-1
2017	65	35	0
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
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 320 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

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. 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.

© 2021 EY & Associés.
Tous droits réservés.
ED None
Ey.com/fr

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.

Contact France Invest :

Simon PONROY - Directeur des études économiques et statistiques | s.ponroy@franceinvest.eu

Julie DUBERNET - Économiste | j.dubernet@franceinvest.eu

Contacts EY :

Laurent MAJUBERT - Associé, EY & Associés | laurent.majubert@fr.ey.com

François ESTIN - Directeur Associé, EY & Associés | francois.estin@fr.ey.com

Maxime PRAT - Manager, EY & Associés | maxime.prat@fr.ey.com

