

10^{ÈME} ÉDITION

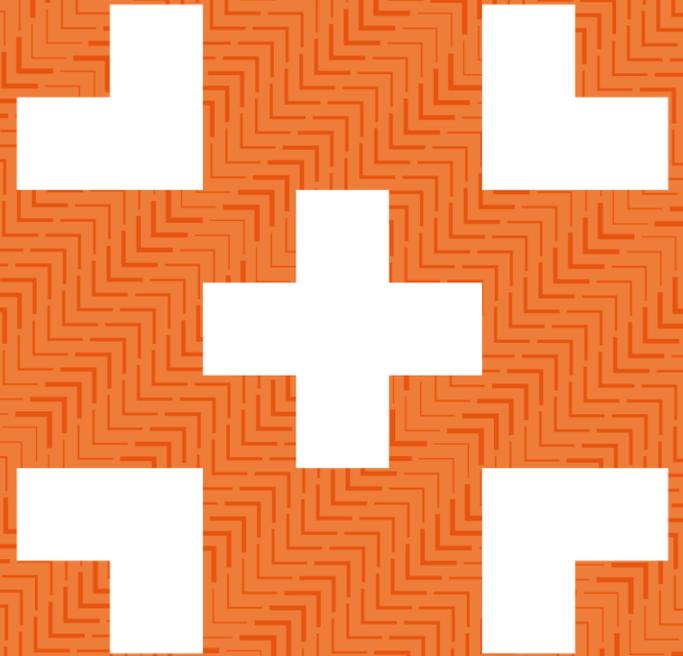
Création de valeur

dans les PME et ETI françaises
accompagnées par les acteurs français
du capital-investissement

Millésime 2023

Étude détaillée à l'attention des membres de France Invest

Décembre 2024



Sommaire

Principaux enseignements & méthodologie

- P.3

Caractéristiques de l'échantillon

- P.7

Chiffres clés & analyse

- P.11

Analyse millésime par millésime

- P.18

Impact social & investissement

- P.23

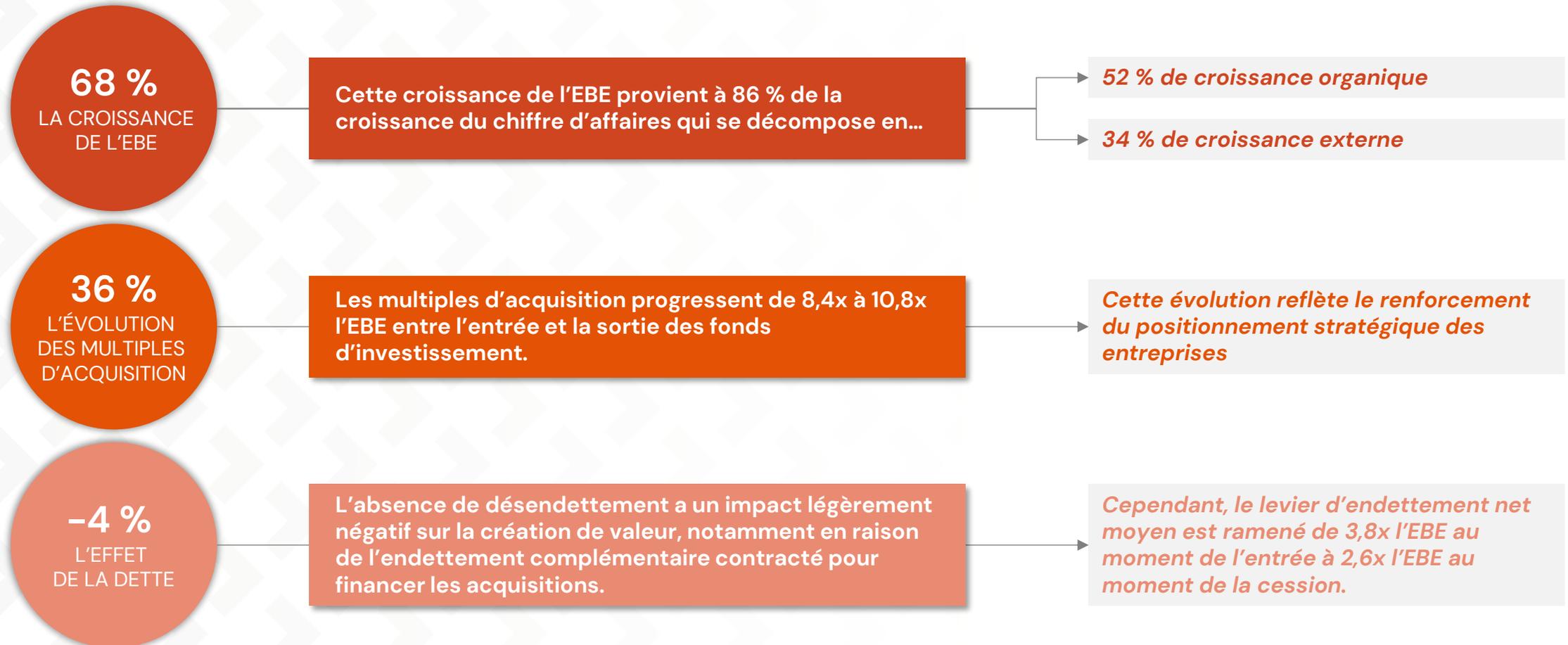
Annexes

- P.27



Principaux enseignements

La création de valeur dans les opérations de capital-investissement s'explique par **3 déterminants** :



Focus sur le millésime 2023

Dans cette nouvelle édition de l'étude sur la création de valeur, menée par France Invest et EY, 34 entreprises cédées en 2023 ont été analysées. L'effet résultat (78 % de la création de valeur), en augmentation par rapport au millésime 2022 et supérieur aux niveaux historiques, apparaît comme le principal déterminant de la création de valeur. L'évolution de l'endettement continue d'avoir un effet direct 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 2023 montre les résultats suivants :

L'effet résultat demeure le principal contributeur de la création de valeur (78 % de la création de valeur, contre 67 % entre 2012 et 2022). La croissance organique représente 52 % de l'amélioration des résultats, soit une part stable par rapport à la période 2012-2022 (52 %) et la croissance externe 26 % (vs. 34 % sur la période 2012-2022). Pour la troisième année consécutive, la variation des taux de marges joue un rôle plus important qu'historiquement (22 % en 2023 vs. 13% sur la période 2012-2022). Cette progression s'explique notamment par une amélioration de l'efficacité opérationnelle au sein des entreprises de l'échantillon.

Le rôle de l'évolution du multiple d'acquisition dans la création de valeur est légèrement en-deçà des niveaux historiques (31 % vs. 37 % sur la période 2012-2022). Comme pour le millésime 2022, les sorties 2023 se distinguent par un multiple de valorisation à l'entrée supérieur à la tendance historique (9,2x en 2023 vs. 8,3x sur la période 2012-2022) tandis que le niveau des multiples au moment de la cession demeure élevé, en ligne avec les 2 millésimes précédents (12,4x l'EBE en 2023 vs. 12,2x en 2022 et 12,5x en 2021).

L'évolution importante des multiples entre l'entrée et la sortie s'explique notamment par la croissance de la taille des entreprises de l'échantillon. 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 12,8x l'EBE pour les VE > 500 M€).

Enfin, le **niveau de l'endettement** a significativement augmenté dans les entreprises de l'échantillon entre l'entrée des fonds au capital et la sortie de ces derniers en 2023. Cette hausse est de + 44,9 % sur les cessions de 2023, contre + 8,2 % sur la période 2012-2022. La hausse de l'endettement sur les millésimes de ces dernières années est essentiellement due aux financements des acquisitions par de l'endettement. Par ailleurs, la hausse des résultats des entreprises leur permet de se réendetter tout en réduisant leur ratio dette/EBE qui passe de 3,2x l'EBE à l'entrée à 2,2x l'EBE à la sortie en 2023.

Échantillonnage

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 2023,
 - ✓ 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.
 - **681 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.
 - **441 entretiens réalisés depuis 2012, soit un taux de couverture de 65 % 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 53, la répartition des performances de l'échantillon).

Méthodologie

Mesure de la création de valeur

- À 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

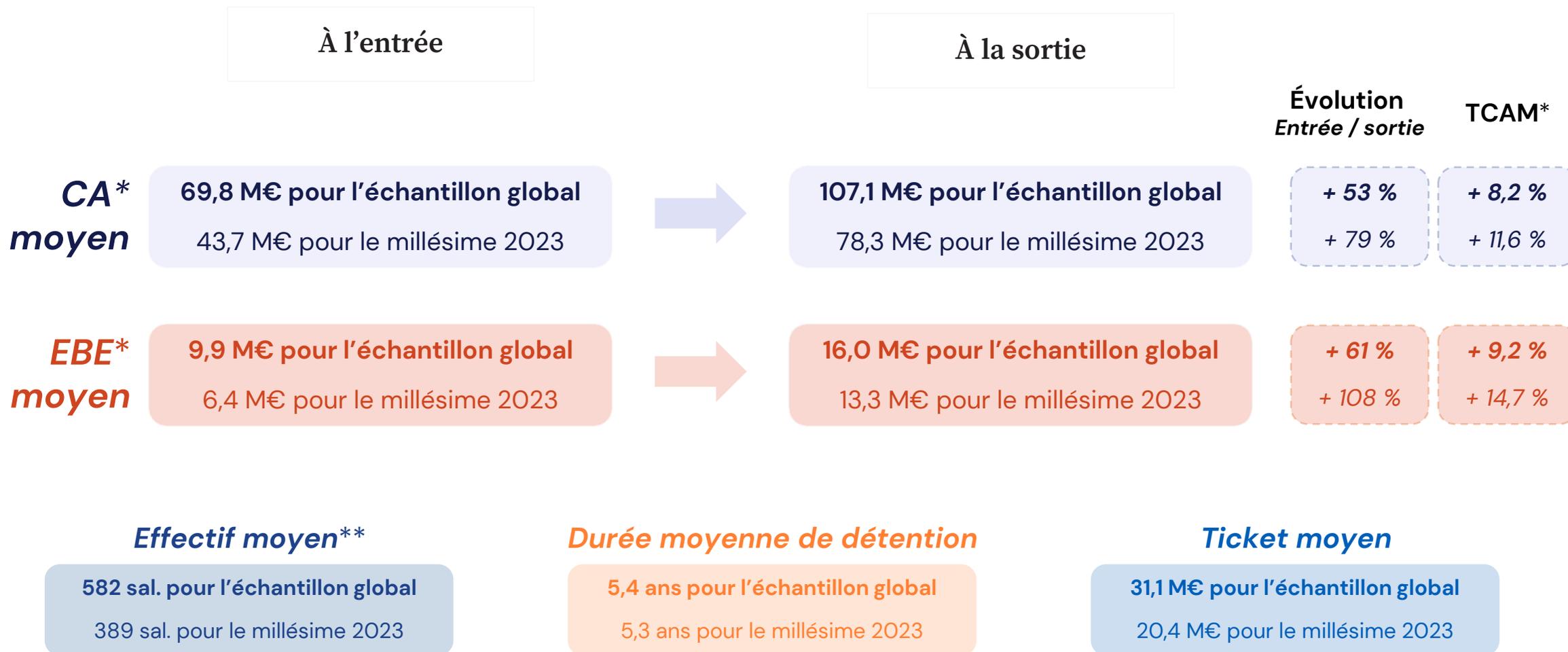
- Les positions d'entrée et de sortie des dettes nettes ont été appréhendées avec précision. Toutefois, l'effet de désendettement observé n'est pas retraité des quanta de dettes complémentaires qui ont pu être contractées pour le financement de la croissance de l'entreprise.



Caractéristiques de l'échantillon



Principales caractéristiques des 441 opérations (1/2)

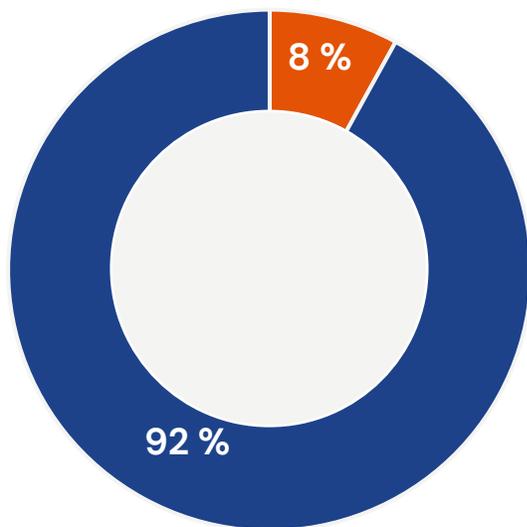


* CA : chiffre d'affaires / EBE : Excédent brut d'exploitation / TCAM : Taux de croissance annuel moyen

** Au moment de la cession.

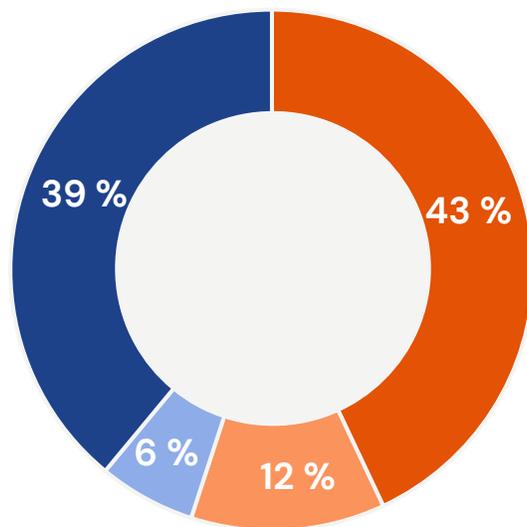
Principales caractéristiques des 441 opérations (2/2)

... selon le type d'opération *



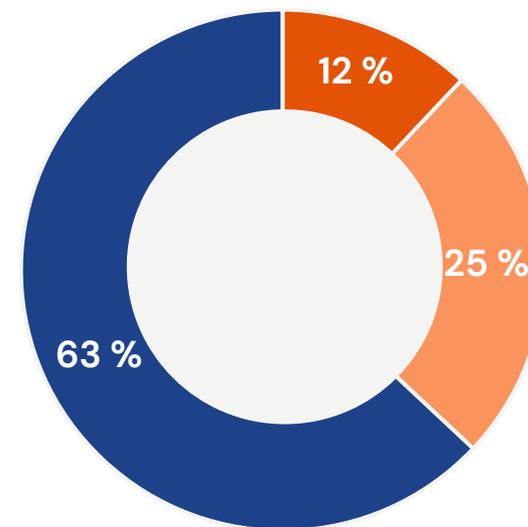
■ MBO ■ MBI

... le type de cédant à l'entrée



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

... le type d'acquéreur à la sortie



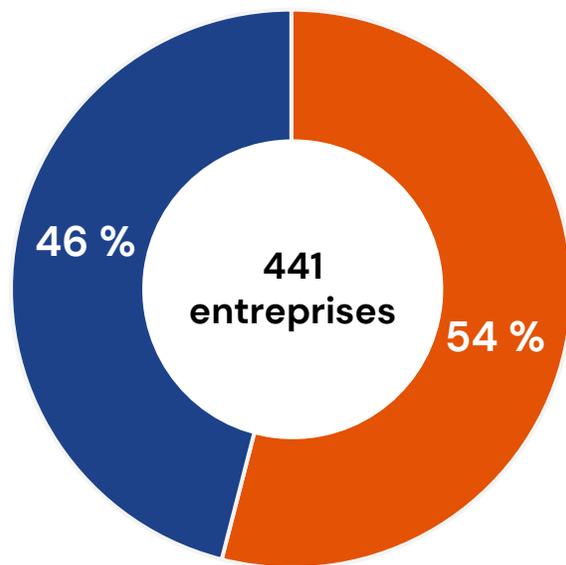
■ Fonds de capital-investissement ■ Managers et/ou fondateurs
■ Industriel ■ Autres

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

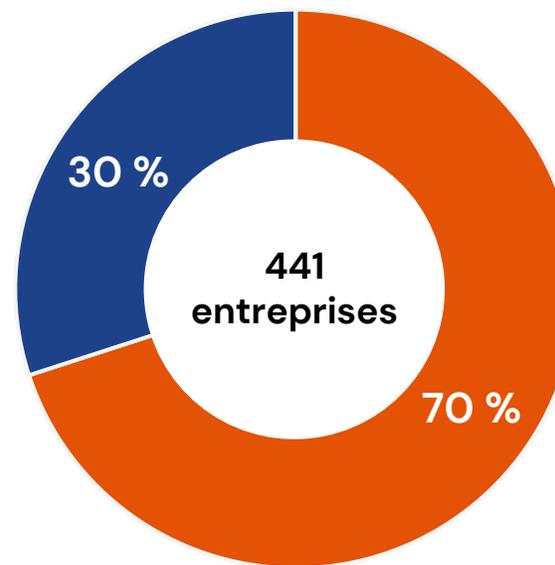
Répartition des opérations par catégories d'entreprises

54 % des entreprises étaient des ETI à l'entrée : elles étaient 70 % lorsque le fonds actionnaire a cédé ses parts.

Catégories d'entreprises
à l'entrée



Catégories d'entreprises
à la sortie



■ PME ■ ETI ■ GE

Source : France Invest / EY



Chiffres clés & analyse



Position agrégée globale d'entrée et de sortie

441 opérations
cédées entre 2012 et 2023

Pour rappel, l'étude couvre des entreprises cédées intégralement entre 2012 et 2023, qui réalisaient entre 20 et 500 M€ de chiffre d'affaires au moment de leur cession et qui étaient détenues à minima avec la minorité de blocage par les fonds interrogés.

L'échantillon analysé dans cette étude représente 65% des opérations qui remplissent ces critères.

■ Valeur des titres
■ Dette nette

8,4x
l'EBE global

Position d'entrée

VE* = 100



2,09x

Position de sortie

VE = 209



2,94x

Variation de la
valeur des titres à 100 %**
(création de valeur)

10,8x
l'EBE global

Durée moyenne de détention - 5 ans et 5 mois

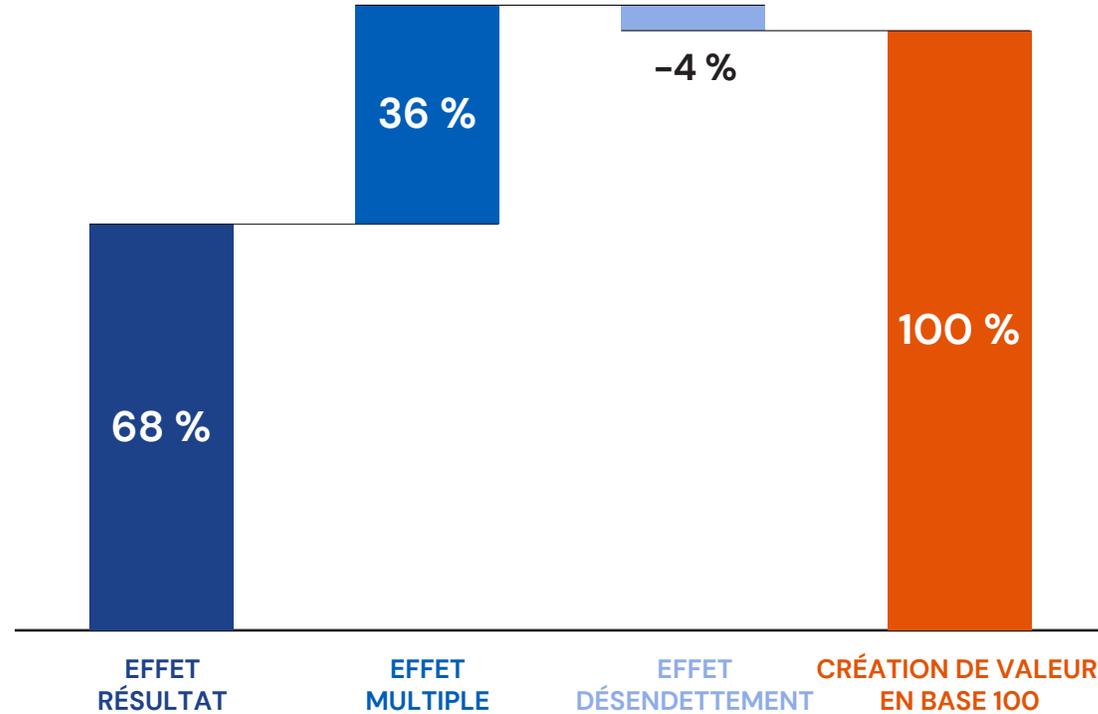
* VE : Valeur d'entreprise

** La variation de la valeur des titres entre l'entrée et la sortie n'est pas retraitée des financements complémentaires apportés par les actionnaires.

Principaux déterminants de la création de valeur

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).

441 opérations
cédées entre 2012 et 2023

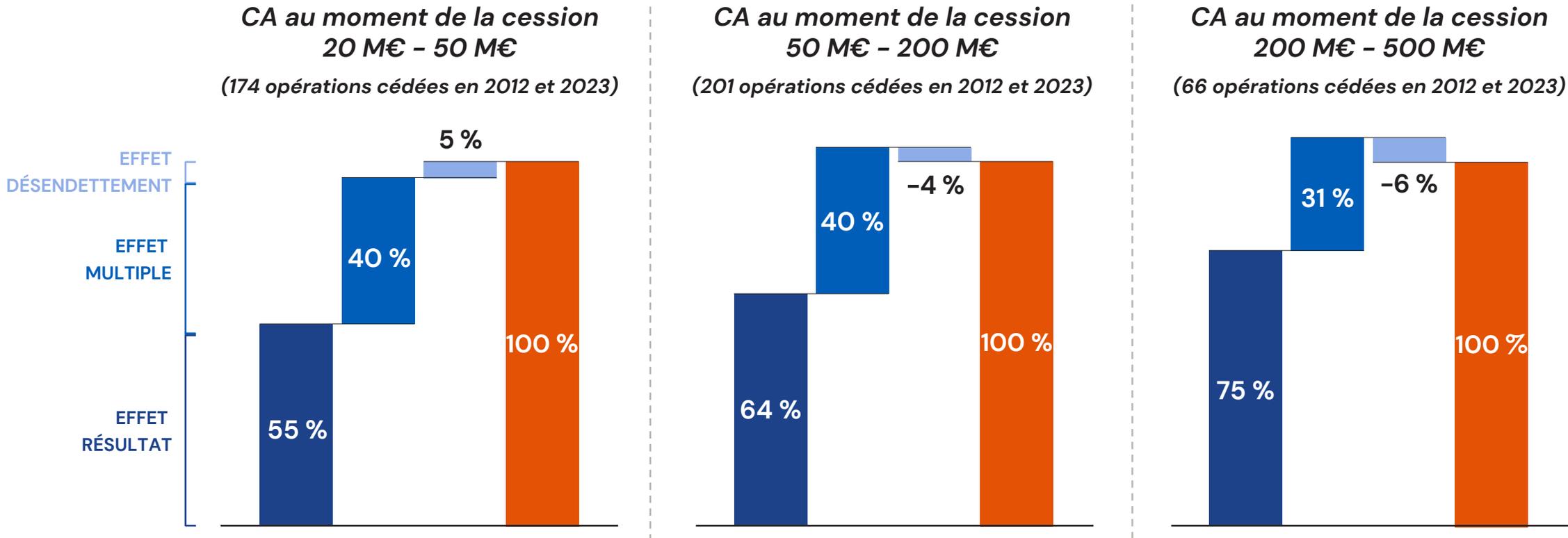


La légère croissance de l'endettement est due essentiellement au financement des acquisitions (64% des opérations de l'échantillon comptent au moins un build-up).
Les entreprises accompagnées peuvent se réendetter grâce à la croissance de leurs résultats, tout en diminuant leur ratio dette/EBE (voir P.14).

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 de croissances externes financées par un endettement supplémentaire.

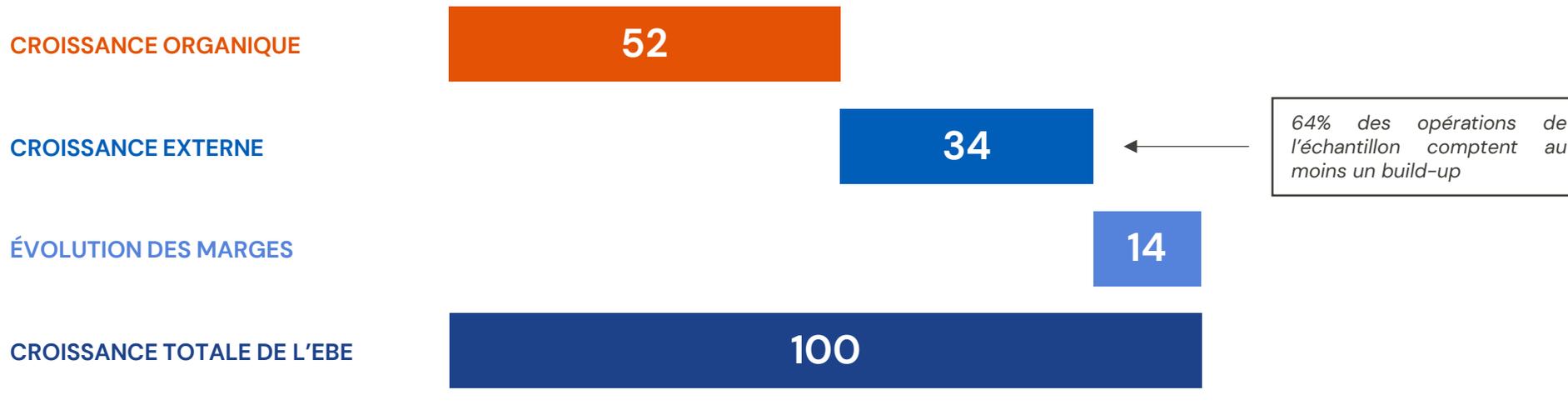


Source : France Invest / EY

Principaux déterminants de l'effet résultat

Plus de la moitié de l'effet résultat (52%), 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%).

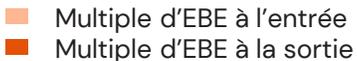
DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE DE L'EBE
DES 441 OPÉRATIONS DE L'ÉTUDE
(EN BASE 100)



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 MULTIPLES D'EBE)	VALEUR D'ENTREPRISE MOYENNE À LA SORTIE DU FONDS (EN M€)	EBE MOYEN À LA SORTIE DU FONDS (EN M€)
TOTAL GÉNÉRAL	441 opé.	8,4x 10,8x	173 M€	16 M€
VE* < 50 M€ À LA SORTIE	142 opé.	6,0x 7,3x	28 M€	4 M€
VE* COMPRISE ENTRE 50 M€ ET 200 M€	189 opé.	7,4x 9,3x	104 M€	11 M€
VE* COMPRISE ENTRE 200 M€ ET 500 M€	78 opé.	8,5x 11,1x	312 M€	28 M€
VE* > 500 M€	32 opé.	10,2x 12,8x	890 M€	70 M€

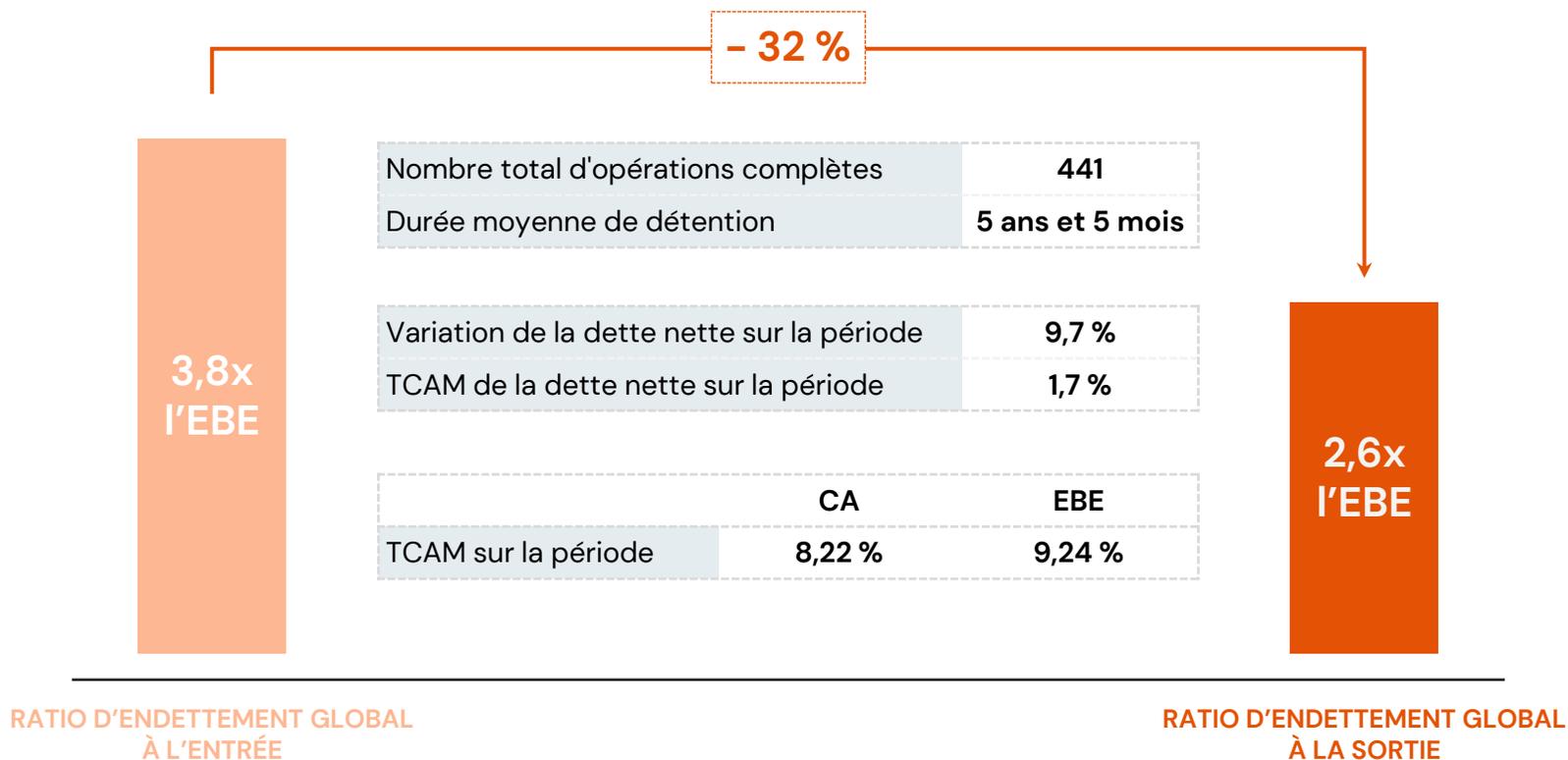


■ Multiple d'EBE à l'entrée
■ Multiple d'EBE à la sortie

* 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



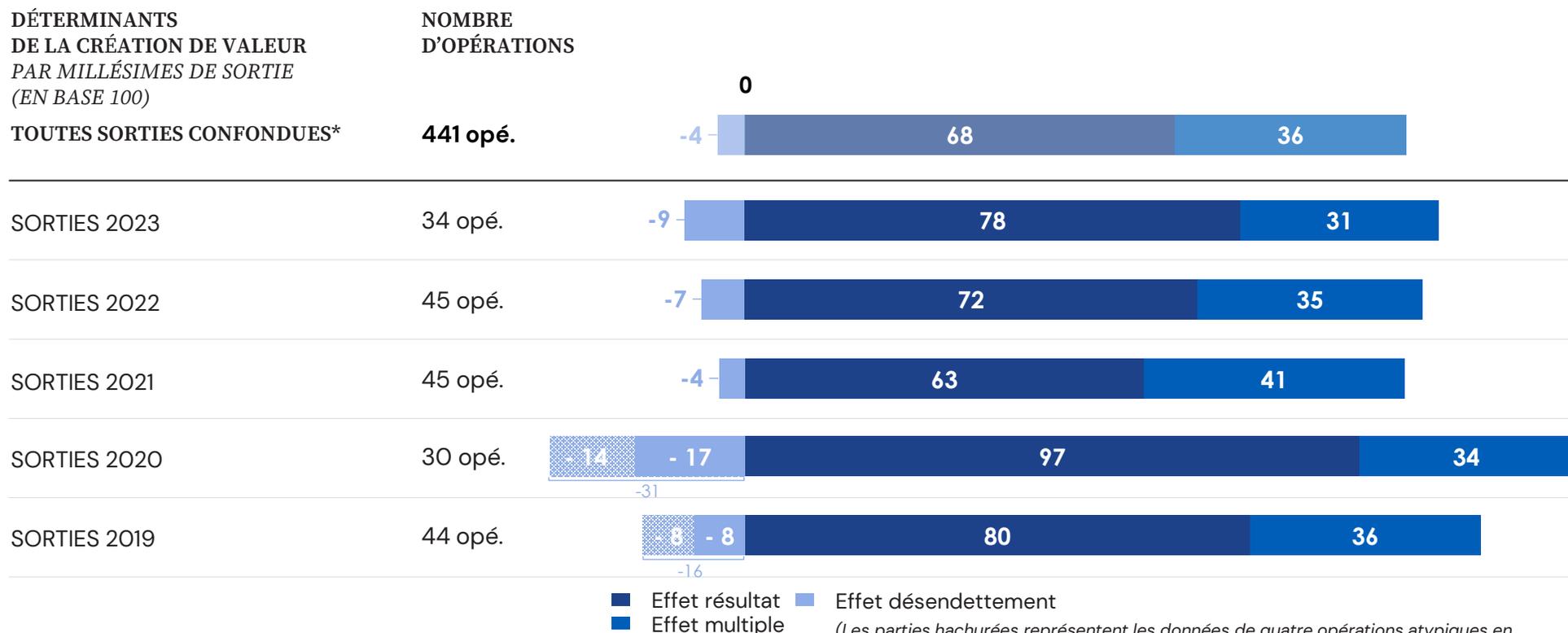
Analyse millésime par millésime



Principaux déterminants de la création de valeur

Par millésime de sortie

La création de valeur provient pour 78 % de l'effet résultat sur le millésime 2023. L'effet « négatif » du désendettement, qui s'explique par les financements complémentaires contractés pour réaliser des acquisitions, est plus prononcé qu'au millésime précédent.



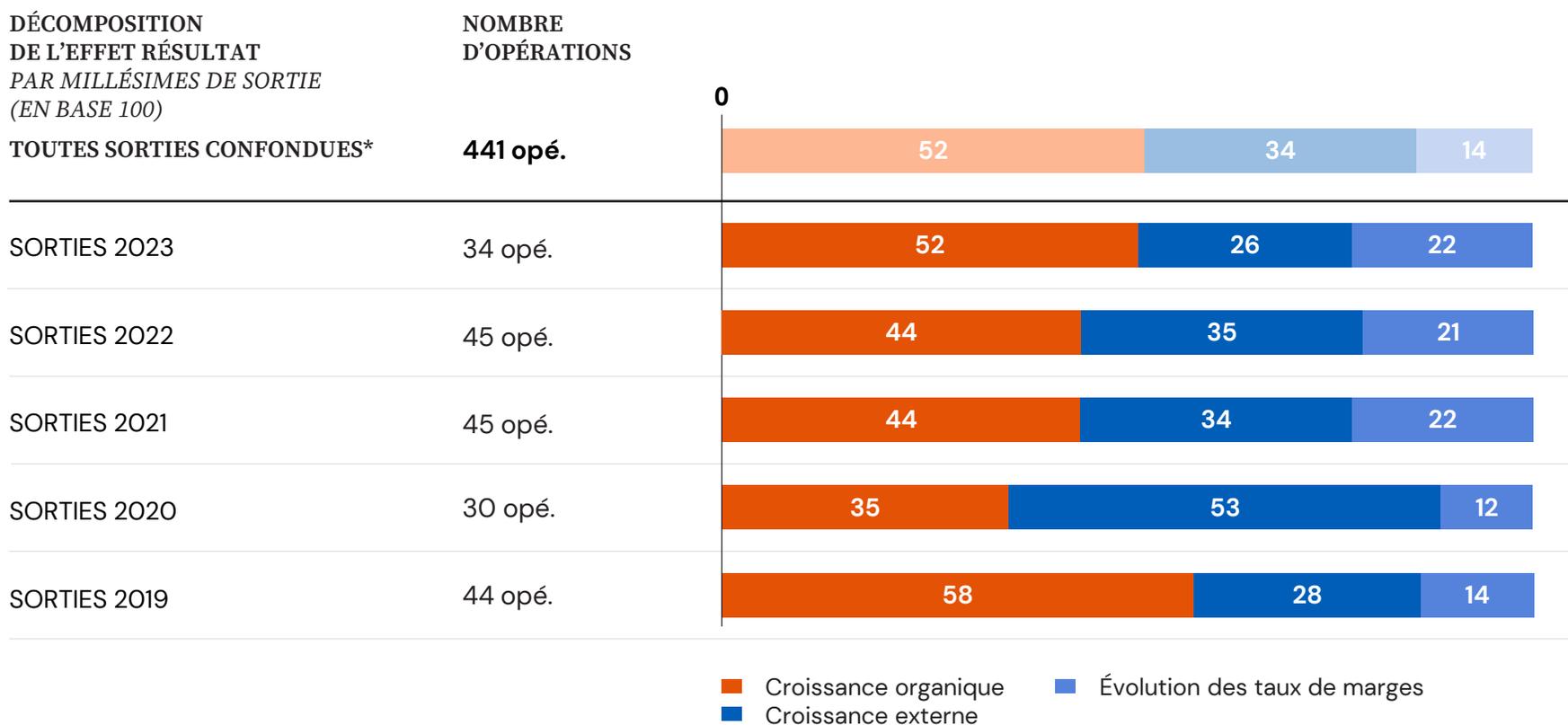
* Les résultats des millésimes 2012 à 2018 sont présentés en annexe.

Source : France Invest / EY



Décomposition de l'effet résultat *par millésime de sortie*

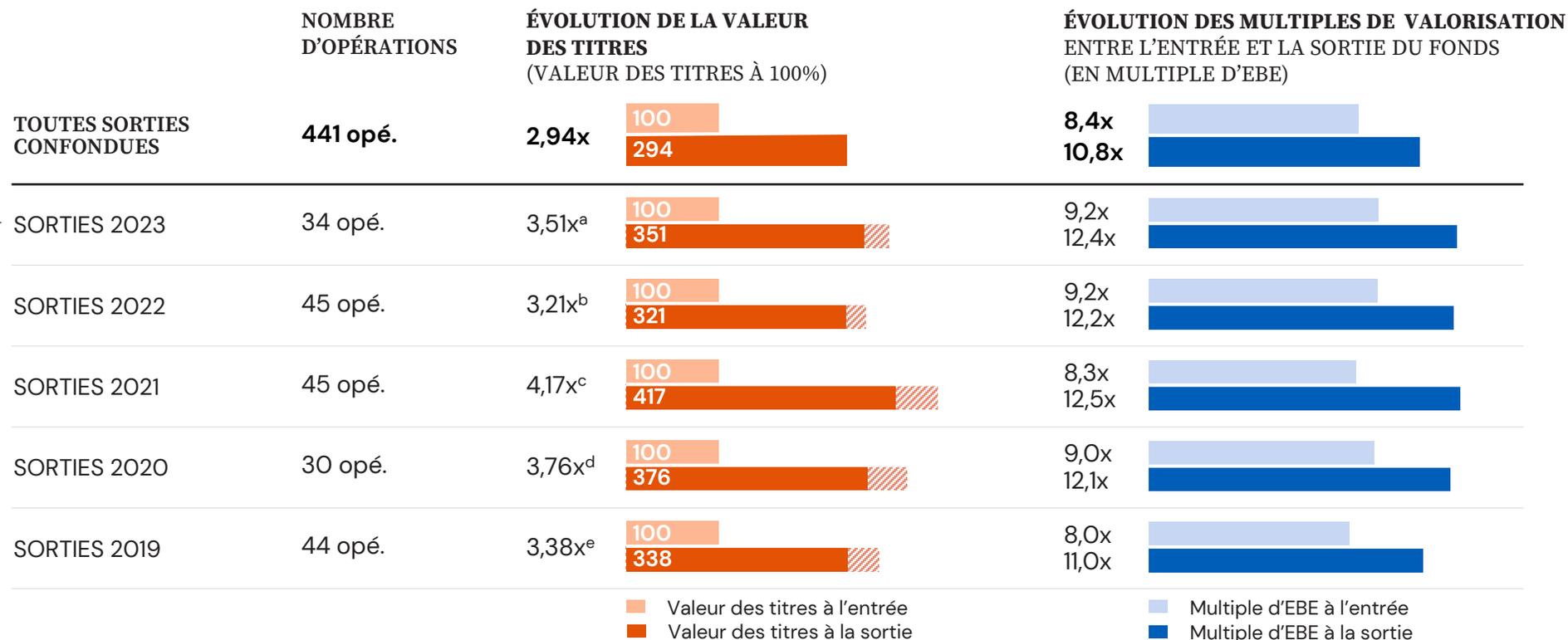
Pour le millésime 2023, près d'un quart de la croissance des résultats provient de l'amélioration des taux de marges, soit une part supérieure aux niveaux historiques (22 % vs. 14 % tous millésimes confondus).



* Les résultats des millésimes 2012 à 2018 sont présentés en annexe.

Évolution des positions d'entrée et de sortie *par millésime de sortie*

La création de valeur est importante pour les sorties 2023 et s'explique principalement par la croissance des résultats (voir slide 19). Comme pour le millésime précédent (2022), le multiple de valorisation à l'entrée est supérieur aux niveaux historiques (9,2x l'EBE vs. 8,4x sur l'ensemble de l'échantillon).



Les parties hachurées représentent l'impact d'opérations atypiques

^a Retraitée de 3 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 3,19x en 2023.
^b Retraitée de 3 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 2,94x en 2022.
^c Retraitée de 5 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 3,60 x en 2021.
^d Retraitée de 4 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 3,23 x en 2020.
^e Retraitée de 4 opérations « atypiques », la création de valeur serait de 2,96 x en 2019.

Évolution du ratio d'endettement net

Par millésime de sortie

Alors que l'endettement net augmente significativement en 2023 (+44,9%) entre l'entrée et la cession, le ratio d'endettement (*gearing*) baisse grâce à la croissance des résultats (3,2x l'EBE à l'entrée et 2,2x à la sortie).

	NOMBRE D'OPÉRATIONS	ÉVOLUTION DU RATIO D'ENDETTEMENT NET (MULTIPLE D'EBE)	VARIATION DE LA DETTE NETTE (AU GLOBAL)
TOUTES SORTIES CONFONDUES*	441 opé.	3,8x 2,6x	+9,7%
SORTIES 2023	34 opé.	3,2x 2,2x	+44,9%
SORTIES 2022	45 opé.	3,8x 2,6x	+21,7%
SORTIES 2021	45 opé.	3,7x 2,3x	+15,5%
SORTIES 2020	30 opé.	3,7x 3,5x	+120,2%
SORTIES 2019	44 opé.	3,1x 2,5x	+62,3%

■ Ratio d'endettement à l'entrée
■ Ratio d'endettement à la sortie

* les résultats des millésimes 2012 à 2018 sont présentés en annexe.



Impact social et investissement

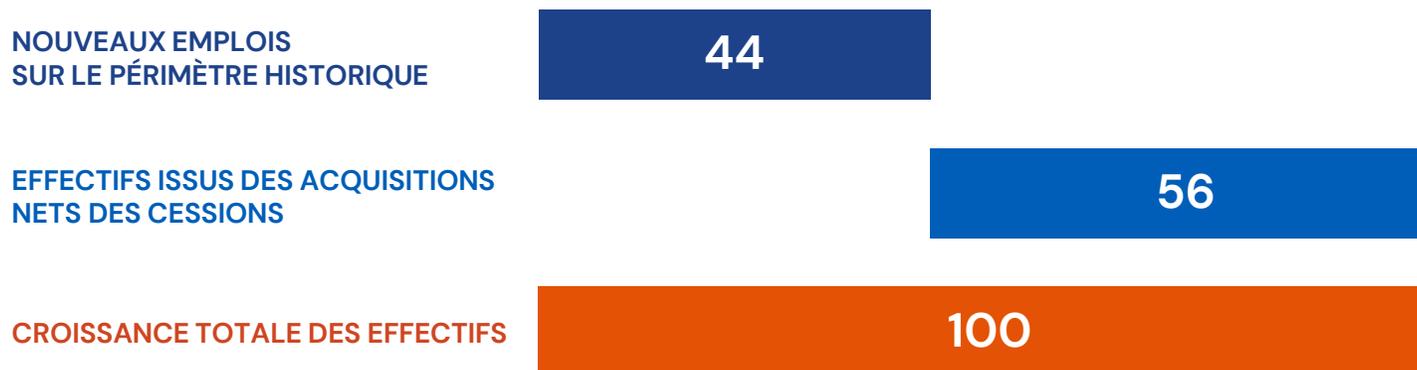




Impact social

Les effectifs ont progressé de 48 % dans les entreprises de l'échantillon (près de 83 000 emplois supplémentaires), soit une croissance annuelle moyenne de 7,5 %.
44 % de ces effectifs supplémentaires sont des emplois nets créés et 56 % sont issus des acquisitions (nets des cessions).

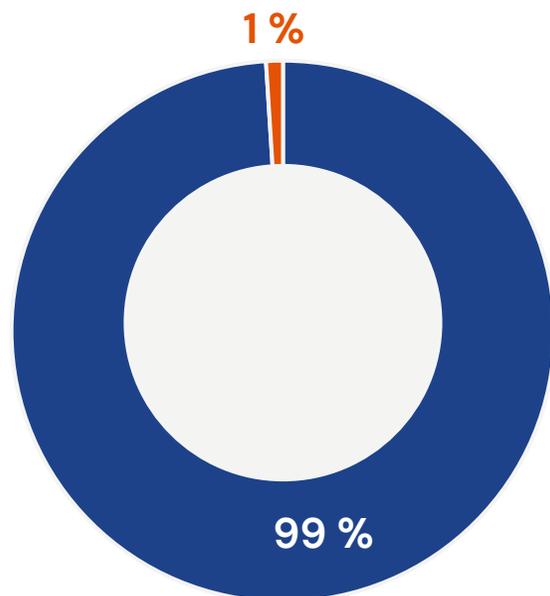
DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DES EFFECTIFS
DES 441 OPÉRATIONS DE L'ÉTUDE
(EN BASE 100)



Avis du Comité d'entreprise dans les opérations concernées

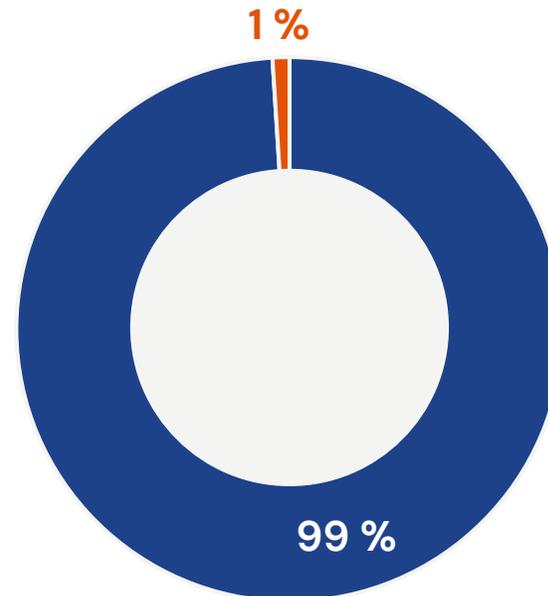
Dans la quasi-totalité des opérations concernées, le comité d'entreprise a rendu un avis favorable ou neutre à l'entrée (99% des cas) comme sur le choix du repreneur à la sortie (99%).

Avis du CE à l'entrée*



■ Favorable ou neutre ■ Défavorable

Avis du CE sur la solution de sortie**



■ Favorable ou neutre ■ Défavorable

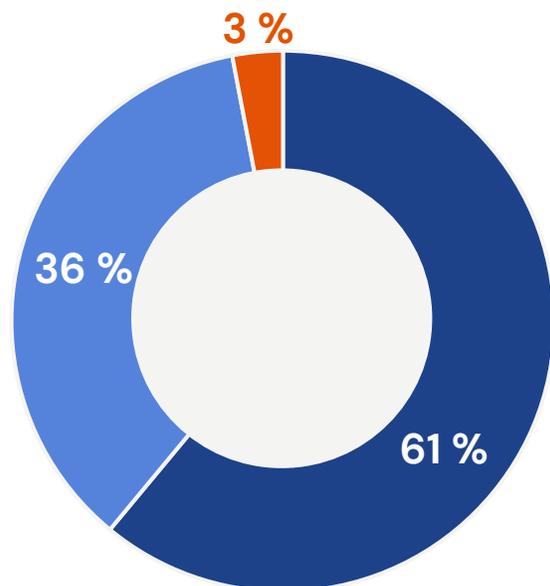
* 331 entreprises de l'échantillon concernées.

** 344 entreprises de l'échantillon concernées.

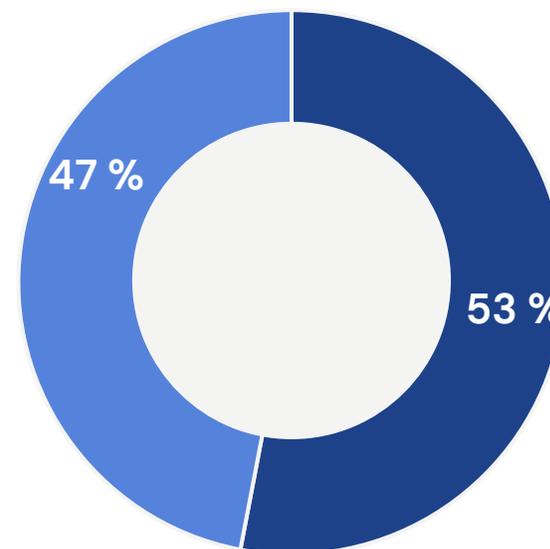
Impact sur l'investissement dans les opérations concernées

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 359 entreprises de l'échantillon.

** Information disponible pour 233 entreprises de l'échantillon



Annexes





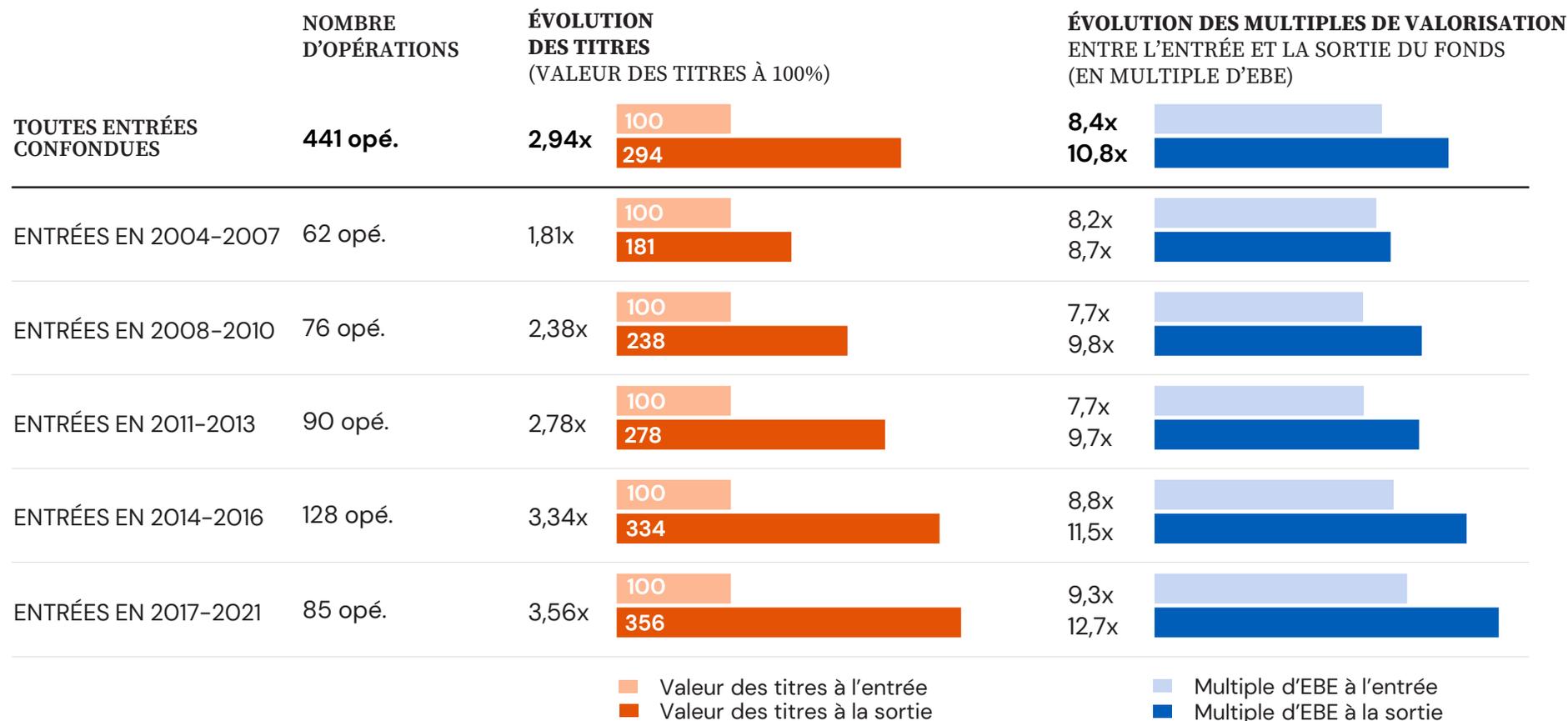
Annexe n°1

Détail de l'analyse par millésime



Évolution des positions d'entrée et de sortie *par millésime d'entrée*

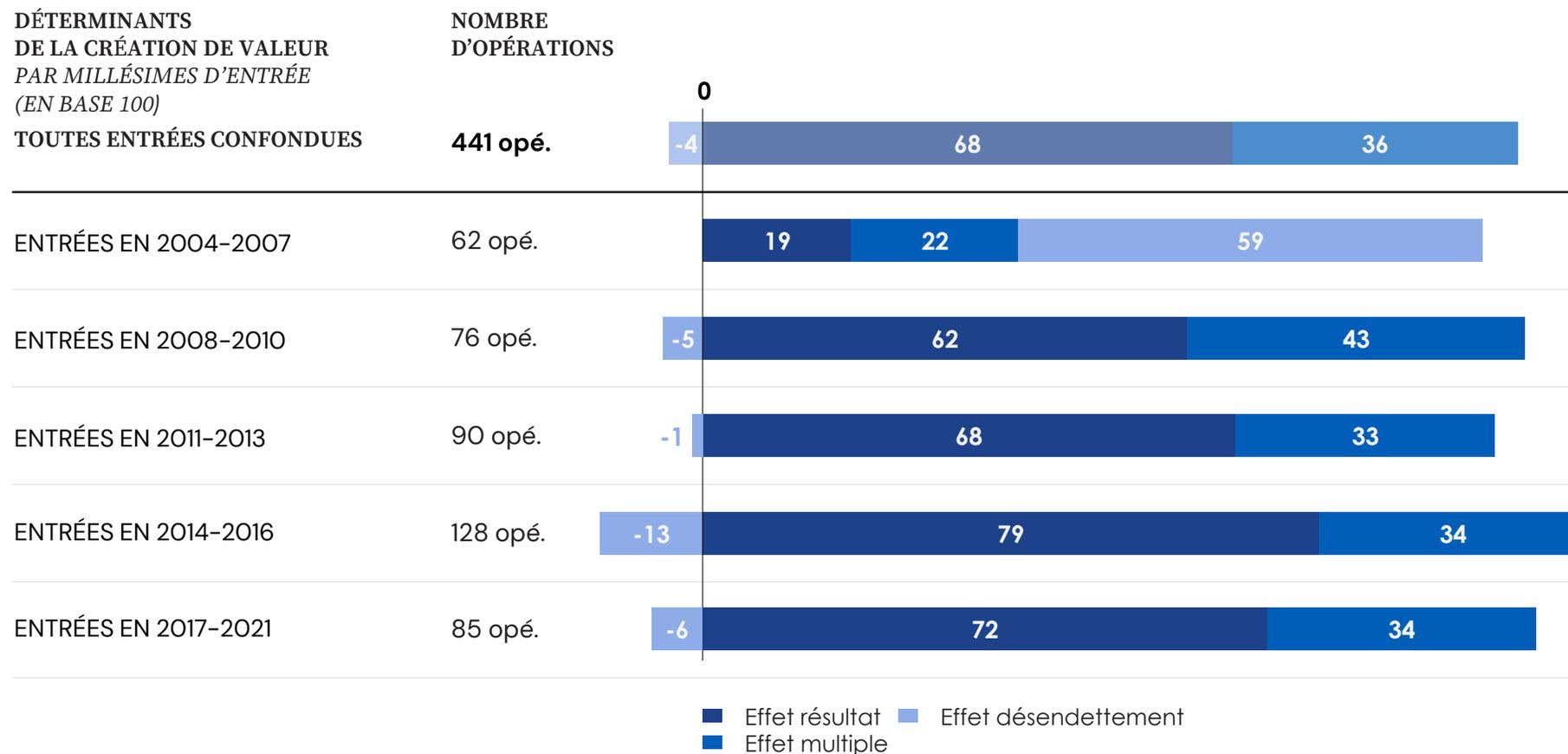
La création de valeur sur les millésimes les plus récents progresse, en lien avec la croissance (CA et EBE) des entreprises accompagnées. La croissance de ces entreprises explique, en grande partie, la hausse des multiples de valorisations.



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

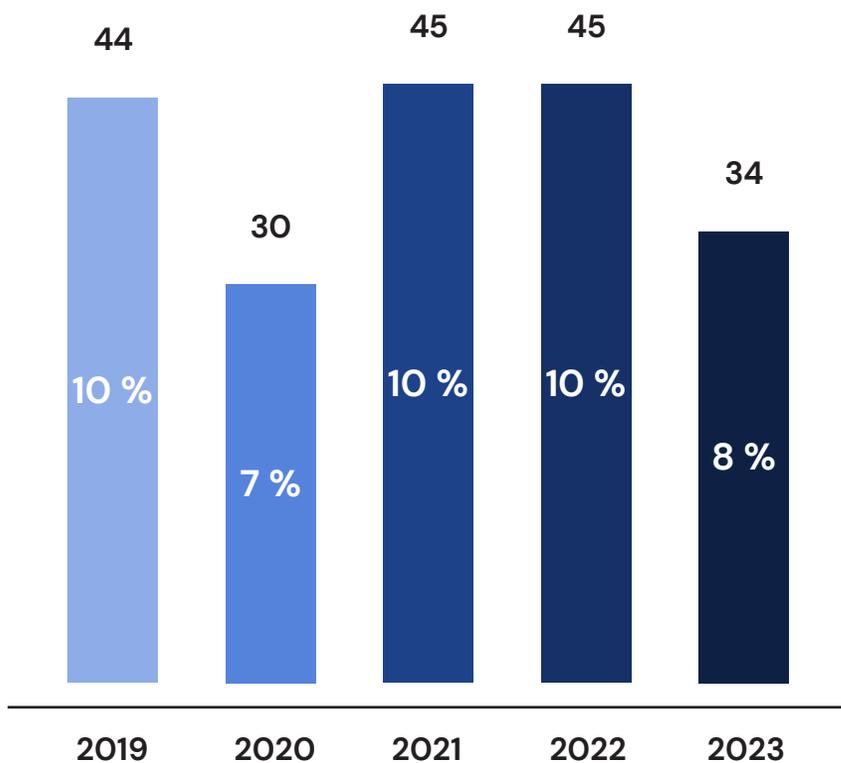
Caractéristiques de l'échantillon





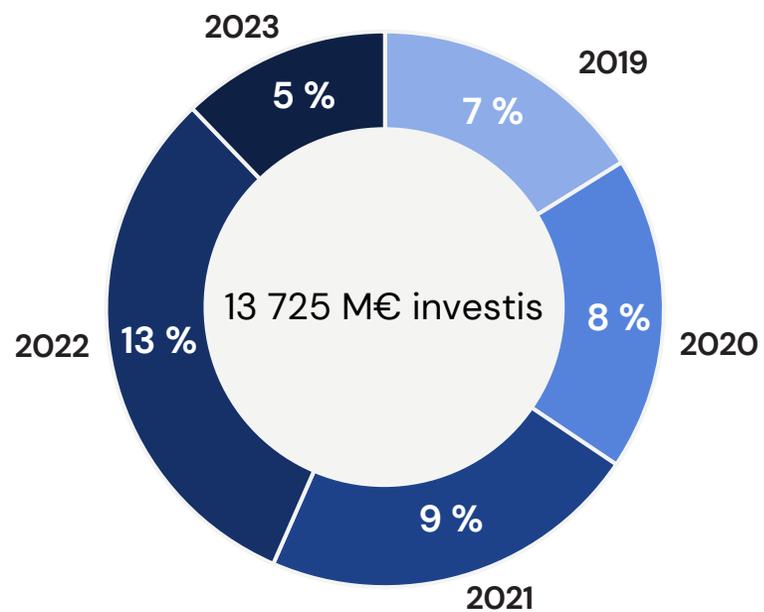
Échantillon d'étude par millésime de sortie – 441 opérations

Répartition des 441 opérations par millésime de sortie



2012/2013 : 22 opé. (5 %) | 2014 : 35 opé. (8 %) | 2015 : 47 opé. (11 %) |
2016 : 45 opé. (10 %) | 2017 : 49 opé. (11 %) | 2018 : 45 opé (10 %)

Répartition des montants investis par millésime de sortie

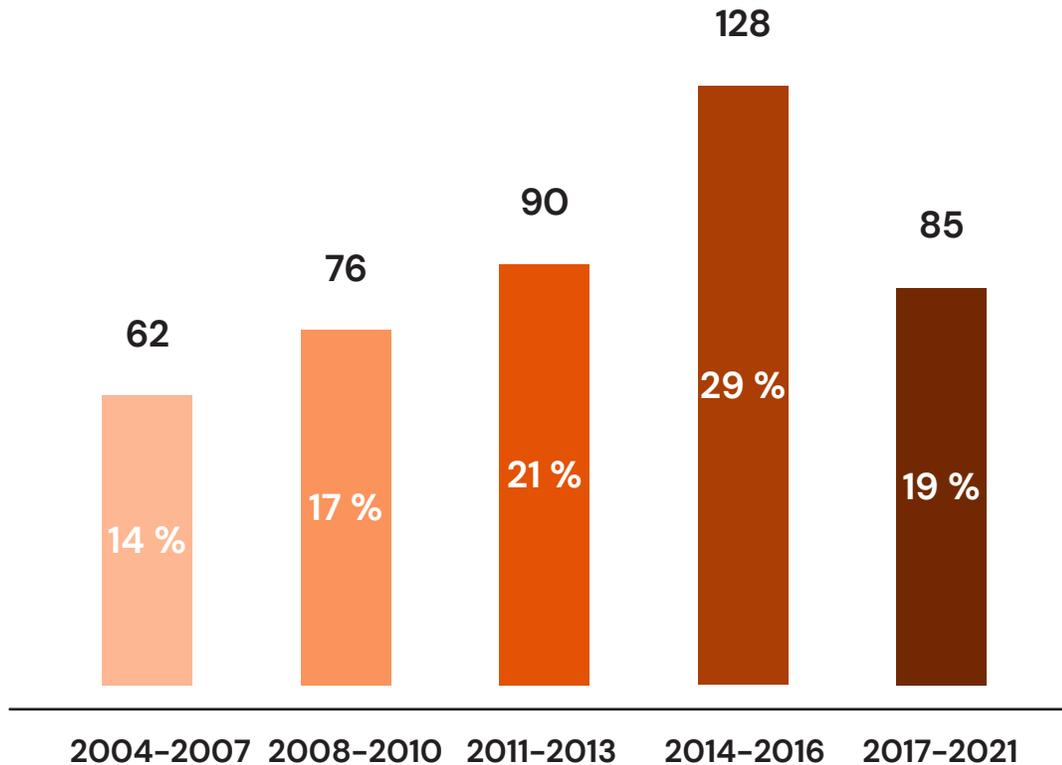


2012/2013 : 5 % | 2014 : 9 % | 2015 : 10 % | 2016 : 14 % |
2017 : 10 % | 2018 : 10 %

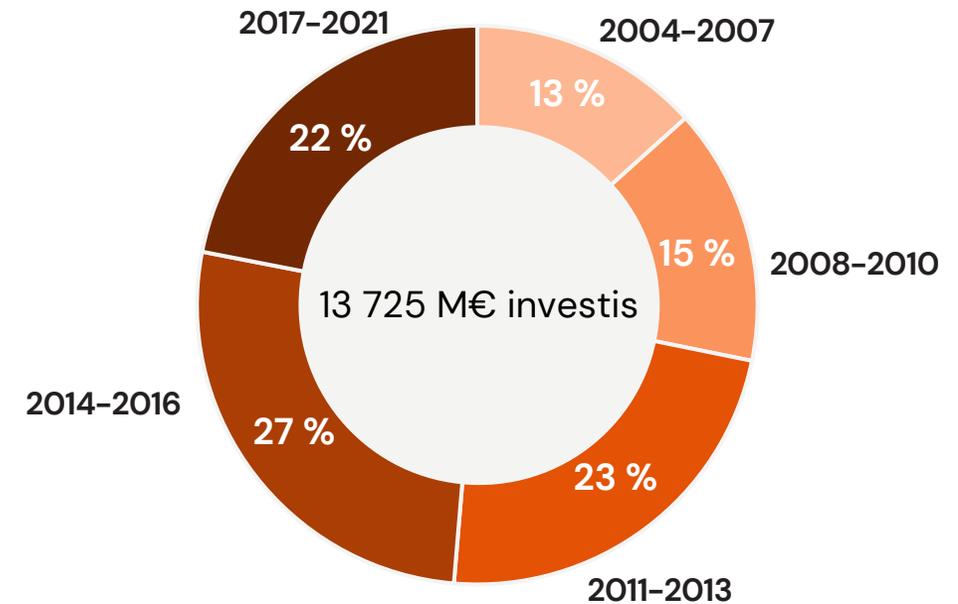
Source : France Invest / EY

Échantillon d'étude par millésime d'entrée – 441 opérations

Répartition des 441 opérations
par millésime d'entrée



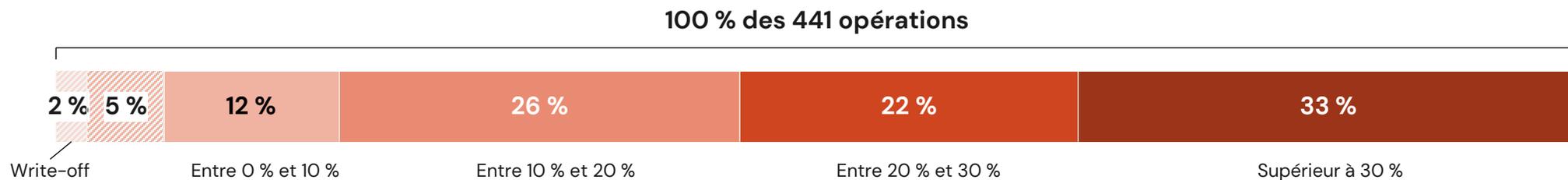
Répartition des montants investis
par millésime d'entrée





Performances des échantillons (1/4) *par millésime de sortie*

Répartition par tranche de TRI brut LPs



Performances des échantillons (2/4)

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
2023	+ 11,6%	+ 14,7%	+10,9%	5,3 années	20 M€	34 opérations
2022	+ 9,0%	+ 12,0%	+ 7,0%	5,2 années	40 M€	45 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

Source : France Invest / EY

Performances des échantillons (3/4)

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
2023	x3,51	x9,2	x12,4	x3,2	x2,2	34 opérations
2022	x3,21	x9,2	x12,2	x3,8	x2,6	45 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

Source : France Invest / EY

Performances des échantillons (4/4)

par millésime de sortie

Déterminants de la création de valeur (En base 100)

Déterminants de l'effet résultat (En base 100)

Millésimes de sortie	EFFET RÉSULTAT	EFFET MULTIPLE	EFFET DÉSENDETTEMENT	CROISSANCE ORGANIQUE	CROISSANCE EXTERNE	ÉVOLUTION DES MARGES
2023	78	31	-9	52	26	22
2022	72	35	-7	44	35	21
2021	63	41	-4	44	34	22
2020	97	34	-31	35	53	12
2019	80	36	-16	58	28	14
2018	70	31	-1	54	31	15
2017	65	35	-1	47	29	24
2016	49	47	4	71	34	-5
2015	52	36	12	71	32	-3
2014	75	12	13	64	26	10
2012/2013	75	13	12	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 460 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, le site internet de France Invest: 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.

© 2024 EY & Associés. Tous droits réservés. Score N° 2024-079. 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

Contacts

France Invest :

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

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

Alice NIVET – Chargée des études économiques et statistiques | a.nivet@franceinvest.eu

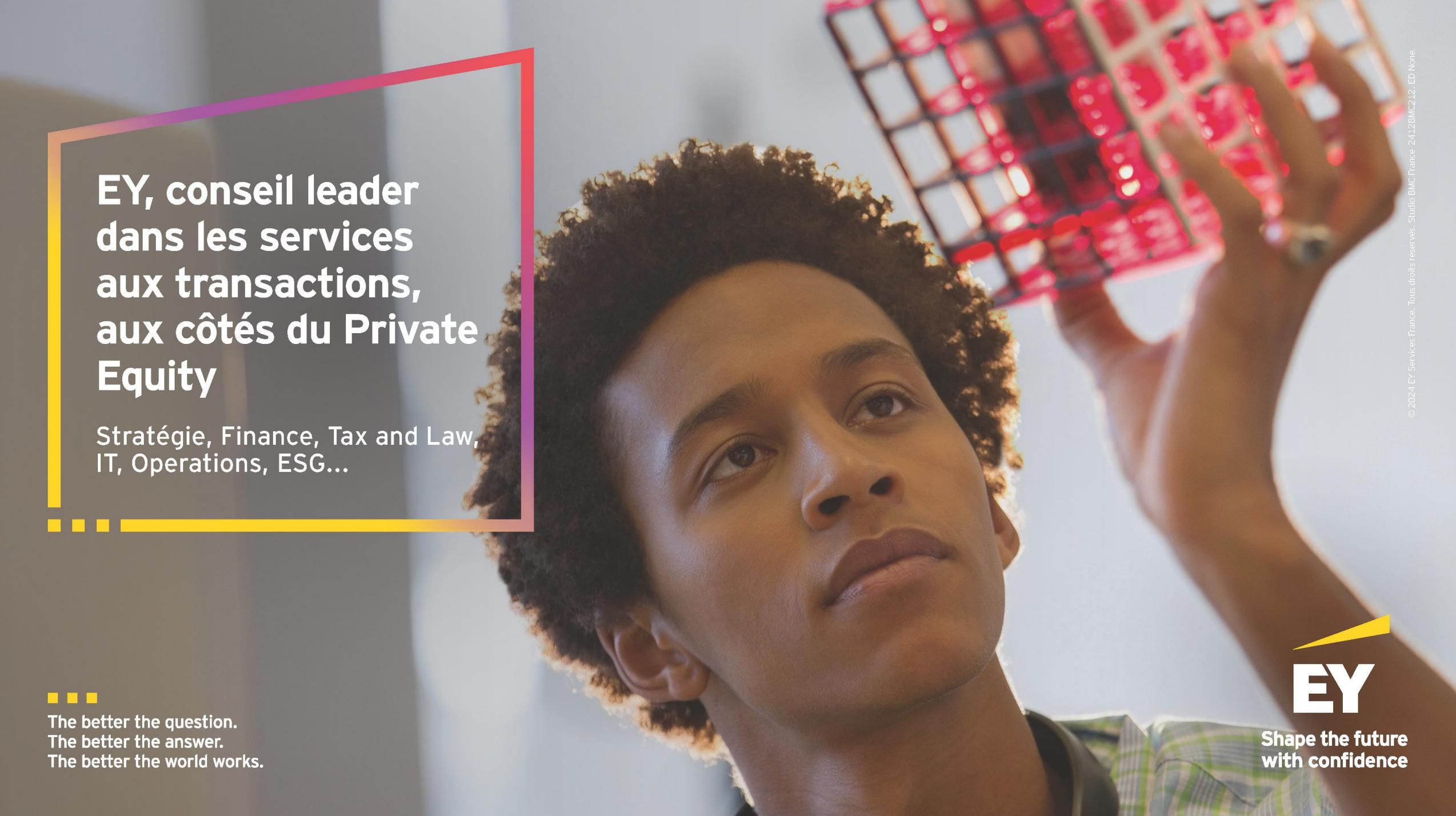
Lucas ROUHAUD – Chargé des études économiques et statistiques | l.rouhaud@franceinvest.eu

EY :

Laurent MAJUBERT – Associé | laurent.majubert@fr.ey.com

Maxime PRAT – Senior Manager | maxime.prat@fr.ey.com

Sami FOURATI – Senior Manager | sami.fourati@fr.ey.com

A young man with curly hair is looking upwards with a thoughtful expression. In the background, a glowing red abacus is visible, symbolizing calculation and precision. The overall scene is brightly lit, suggesting a professional and forward-looking environment.

EY, conseil leader dans les services aux transactions, aux côtés du Private Equity

Stratégie, Finance, Tax and Law,
IT, Operations, ESG...



The better the question.
The better the answer.
The better the world works.



Shape the future
with confidence