

Les PME, les régions, la bourse

Analyse des données entre le 23 et le 28 février 2015

AltaValue

www.altavalue.fr
@altavalue

 **economics**
Consulting & Management

www.cm-economics.com
@cmeconomics

Les PME, les régions, la bourse

Un potentiel de 52md€ de capitalisation, dont 2/3 en région

L'amendement Fromentin adopté par la loi Macron a remis au gout du jour la problématique des places de cotations régionales, mortes de leur belle mort il y a une vingtaine d'années au profit d'une architecture électronique centralisée. Alors que la mobilité est à l'œuvre dans tous les secteurs économiques, jouer la carte de la proximité a tout d'un pari ambitieux... Constituer un tel réseau ne peut se faire qu'en minimisant le risque opérationnel et en optimisant le coût d'accès pour l'investisseur. En pleine désintermédiation du financement des entreprises, l'enjeu est de taille. Notre analyse révèle que 671 PME et ETI non cotées ont un profil financier et actionnarial idéal pour être candidates à une cotation. Cela représente une capitalisation totale de 52Md€, ce qui augmenterait la capitalisation boursière des PME et ETI françaises de 50%.

Un potentiel de 52 Md€ de capitalisation

A partir des différents critères posés sur les fondamentaux économiques et financiers des PME et ETI françaises, les résultats de notre étude retiennent 671 entreprises (294 PME et 377 ETI) pouvant prétendre aujourd'hui à une cotation en bourse.

294 PME

377 ETI

Ceci représente un potentiel de financement en capital par le marché de plus de 50 md€ :

- **2/3 de ces entreprises sont basées en Région** (hors Ile-de-France), en tête desquelles : les régions Rhône-Alpes (106 PME ou ETI pour une capitalisation de 8,9md€), Alsace-Lorraine & Champagne-Ardenne (60 PME ou ETI pour 4,3 md€), et Nord-Pas-de-Calais-Picardie (45 PME ou ETI pour 3,15 md€) ;
- Ces entreprises offrent un potentiel de développement important. **Leur taux d'investissement de 24% par rapport à l'Ebidta est largement supérieur à la moyenne nationale (13%)** tandis qu'elles sont très nettement orientées à l'international : **58% sont présentes à l'export**, 20% réalisent plus de 50% de leur chiffre d'affaires hors de France ;
- **95% de ces entreprises sont notées « Investment Grade »** et présentent ainsi des profils de risque tout à fait acceptables et potentiellement supportables par des investisseurs particuliers.

50Md€ de potentiel de financement par le marché boursier, c'est essentiellement :

- un moyen de répondre aux besoins récurrents de financement en fonds propres des PME et ETI françaises. Réalisées sur 5 ans, ces nouvelles cotations impliqueraient un flux annuel supplémentaire de financement par le marché de 10 md€. A titre de comparaison, c'est l'équivalent des investissements réalisés aujourd'hui en moyenne chaque année par le capital investissement en fonds propres non cotés;
- un moyen de dynamiser et de rendre concurrentiel le marché de fonds propres cotés en France. Amener à plus de 130 mds € la capitalisation boursière totale d'environ 1 milliard de PME et ETI françaises (80 md€ aujourd'hui pour 331 entreprises), c'est offrir ainsi :
 - un marché de la cotation équivalent à celui du marché anglais (617 entreprises et 154 md€) et largement devant le marché allemand (316 entreprises et 70 md€);
 - un intérêt plus grand pour le PEA-PME qui fête ses 1 an d'existence avec moins de 400M€ de collecte, bien en deçà des attentes.

Les conditions de succès

Depuis la crise financière de 2008, orienter l'épargne des ménages vers le financement des PME et des ETI, est une option appréciée de tous, sauf des ménages... De multiples initiatives gouvernementales sont allées dans ce sens (EnterNext, PEA PME, Crowdfunding...).

Agir en région signifie aussi multiplier les structures et ainsi embarquer un risque opérationnel fort. Cependant, la nouvelle carte des Régions doit permettre de faire émerger des zones économiques de taille critique et ainsi réduire le différentiel entre régions.

Cependant, ancrage régional ou pas, certaines questions demeurent :

- Les épargnants sont-ils prêts ?
- Les entreprises y verront-elles leur intérêt ?
- Quel degré d'indépendance pour chaque place de cotation ?

Transformer l'épargnant en investisseur

L'épargnant français n'aime pas le risque, il n'est pas un investisseur. Opérer une telle transformation soulève plusieurs interrogations :

- Quel est le profil de l'épargnant susceptible de pouvoir augmenter son appétit pour le risque ?
- Quel programme pédagogique lui faut-il pour maîtriser le concept d'investissement en capital, notamment coté, dans une entreprise locale ?
- Le cadre fiscal français est-il définitivement nocif pour la prise de risque chez l'épargnant ?

On le devine, transformer l'épargnant en investisseur, relève d'avantage de l'accompagnement que de la seule mise en place de bourses régionales. Par conséquent, le rôle des acteurs financiers locaux (banques, assurances, CGPI ...) s'avère crucial.

Réconcilier les entreprises avec la bourse

Il pourrait sembler surprenant de vouloir créer des places de cotation à l'échelon régional, alors que pour un certain nombre d'entreprises cotées la situation n'est pas simple, compte tenu :

- des coûts qu'une cotation engendre et des obligations réglementaires qu'elle impose en terme de communication et de publications des comptes, dont on sait que la plupart des PME surtout, ne sont pas outillées pour. Se faire coter en bourse implique de recruter un « Investor Relation Officer », une agence de communication financière, de prévoir des « roadshows » tout en ayant au préalable construit une « equity story », ... Tout cela n'étant possible qu'à condition d'avoir un management motivé pour s'impliquer dans son cours de bourse.
- de la faible liquidité actuelle du marché des valeurs PME qui les pousserait à se corneriser si elles n'ont pas de stratégie claire de communication à destination du marché;

Réconcilier les entreprises avec le marché, c'est poser la question de l'accompagnement des PME et ETI vers la cotation et après la cotation. Confier une telle mission à chaque place financière exigera un cahier des charges précis et homogène pour chaque partie prenante si l'on souhaite ne pas désavantager telle ou telle. Enfin, cela suppose également d'écouter les émetteurs et de faire évoluer la réglementation vers une simplification des obligations nécessaires pour l'accès à une cotation.

Ressusciter l'écosystème et l'analyse financière des PME et ETI

Assurer le succès de bourses régionales, c'est disposer d'un écosystème local complet, fonctionnant de concert : listing sponsor, analystes, relations investisseurs, agence de communication et médias financiers spécialisés.

Les enjeux liés à la couverture des valeurs cotées par les analystes financiers sont désormais connus mais ne sont toujours pas adressés :

- les expertises en terme de notation et de valorisation sont aujourd'hui quasi-inexistantes, or drainer de l'épargne exige un accès simplifié à ce type d'information qualitatives et quantitatives ;
- la couverture actuelle par les analystes des valeurs PME est déjà bien insuffisante. A ce jour, 55% des valeurs cotées sur le périmètre d'EnterNext ne sont suivies par aucun analyste;

La France a la chance de disposer d'un taux de publication, de la part de ses entreprises, supérieur à l'Allemagne et au Royaume-Uni ; à l'heure du Big Data, il est clair que le marché de l'accès et de l'analyse de l'information financière légale risque d'évoluer rapidement.

12 places financières mais un seul opérateur

« Mettre en place un outil de circuit court de financement régional » n'implique pas nécessairement des places de cotations dissociées au niveau de chaque région qui pourraient s'avérer contre-productives sachant :

- qu'il faut **limiter le risque d'exécution**, problématique à laquelle la centralisation des ordres sur une même place paraît être la meilleure réponse ;
- que pour financer localement de l'expansion à l'international (plus de la moitié des entreprises candidates exporte), cela implique que l'entité qui va gérer la bourse locale ait une capacité de promotion active de la côte, alignée avec le besoin principal des émetteurs (« chasser en meute à l'international ») ;
- que multiplier les opérateurs conduirait à perdre en visibilité pour les émetteurs et probablement à offrir un service inégal aux entreprises et aux investisseurs selon les régions ;
- qu'il ne faut pas fermer la porte aux investisseurs non régionaux, voir aux investisseurs internationaux en multipliant des places régionales dissociées qui empêchent d'accéder au même endroit à l'ensemble de l'univers « investissable ».

Segmenter les rôles

Reste enfin la question délicate du/des opérateurs qui vont faire émerger ces nouvelles bourses régionales. L'exposé des motifs de l'amendement Fromentin évoque les acteurs régionaux (régions et métropoles) avec l'aide de la CDC et la BPI qui pourraient assurer l'animation, en partenariat avec un acteur professionnel, avec régulation AMF :

- la création d'un écosystème viable passe par la segmentation des rôles où chaque acteur assure les missions pour lesquelles il dispose d'un avantage comparatif. L'ensemble des associations, places financières ou autres, œuvrant pour un meilleur financement des PME et ETI doit pouvoir être partie prenante au projet ;
- surtout, le projet qui semble devoir être porté par les autorités publiques soulève la question de la prise de contrôle publique qui peut paraître surprenante, alors que la majorité des places boursières significatives sont privées, avec un savoir faire établi. Confier la gestion des bourses régionales à l'Etat au sens large, implique par ailleurs des dépenses publiques supplémentaires alors que le débat porte sur la réduction des déficits.

Conclusion

Rapprocher les investisseurs des entreprises, à travers la création de « places de cotation régionales », pourrait contribuer au besoin de financement des entreprises à hauteur d'environ 50md€.

Comme toujours lorsqu'il s'agit de projets nationaux à forte coordination, le risque opérationnel est élevé.

Par conséquent, multiplier les intervenants et les architectures n'est sans doute pas la meilleure option ; sachant que gagner la confiance des épargnants/investisseurs ne peut se faire qu'avec le concours de professionnels aux références solides, c'est-à-dire internationales.

C'est également à l'Etat d'investir en s'impliquant pour créer les règles nécessaires au bon fonctionnement d'un écosystème regroupant les acteurs privés compétents. Ecouter les professionnels reste comme toujours le meilleur point de départ.

Miser sur la proximité, alors que la mobilité devient le maître mot, est certes ambitieux mais les vertus d'une présence locale restent incontestables, à condition que les interlocuteurs soient à la hauteur.

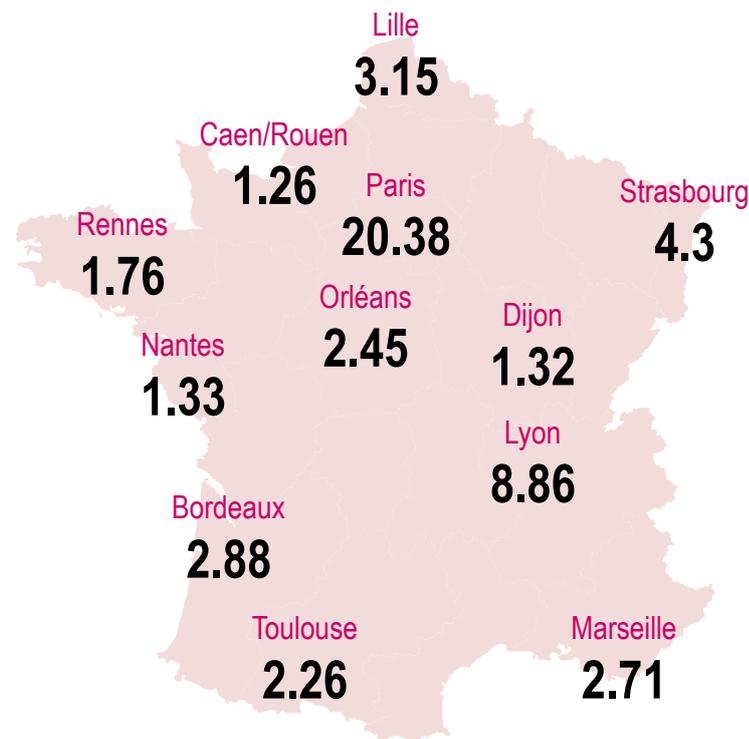
Chloé Magnier

Directrice Associée de CM Economics

2/3 du potentiel est en région

- ▶ 64% des entreprises potentiellement candidates à une cotation ont leur siège social en région. Elles représentant 61% de la capitalisation totale potentielle. Quasiment autant de PME que d'ETI
- ▶ Hors Ile-de-France, les régions, Auvergne-Rhône-Alpes, Alsace-Lorraine & Champagne-Ardenne, et la région nord, offrent le plus fort potentiel en nombre et capitalisation et disposent déjà d'infrastructures locales sur lesquelles s'appuyer (Lyon Place Financière,...)
- ▶ Une taille critique qui pose question pour les régions, Bretagne, Pays de la Loire, Normandie et Bourgogne- Franche-Comté, en l'absence de structure centralisée permettant de réduire les coûts.. Des régions à fort potentiel en revanche dans le cadre d'un rapprochement avec les régions adjacentes.

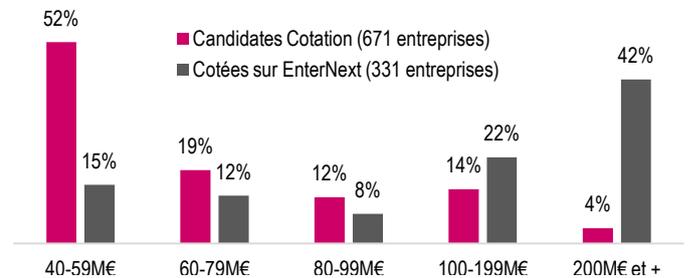
CAPITALISATION TOTALE PAR RÉGION (en Md€)



Région / Capi en Md €	PME		ETI		Candidates		Classement		EnterNext		Instances locales
	Nb	Capi	nb	Capi	Nb	Capi	nb	Capi	Nb	Capi	
Alsace-Lorraine-Champagne-Ardenne	29	1,96	31	2,34	60	4,3	3	3	11	3,15	*
Auvergne-Rhône-Alpes	41	2,91	65	5,95	106	8,86	2	2	43	8,28	*
Bourgogne-Franche-Comté	7	0,36	10	0,96	17	1,32	12	11	6	1,1	
Bretagne	8	0,4	20	1,36	28	1,76	8	9	3	1,52	
Centre	11	0,88	16	1,57	27	2,45	9	7	0	0	
Il- de-France	105	7,91	131	12,47	236	20,38	1	1	177	45,2	*
Midi-Pyrénées-Languedoc-Roussillon	15	0,84	16	1,42	31	2,26	7	8	13	2,01	
Nord-Pas de Calais-Picardie	16	0,85	29	2,3	45	3,15	4	4	5	1,1	*
Normandie	13	0,81	7	0,45	20	1,26	11	12	2	0,92	
PACA	13	1	22	1,71	35	2,71	6	6	21	5,6	*
Pays de Loire	10	0,53	14	0,8	24	1,33	10	10	12	3,11	*
Poitou-Charentes-Aquitaine-Limousin	26	1,71	16	1,17	42	2,88	5	5	42	2,88	*
TOTAL	294	20,16	377	32,5	671	52,66			335	74,9	
TOTAL (hors Ile-de-France)	189	12,25	246	20,03	435	32,28					

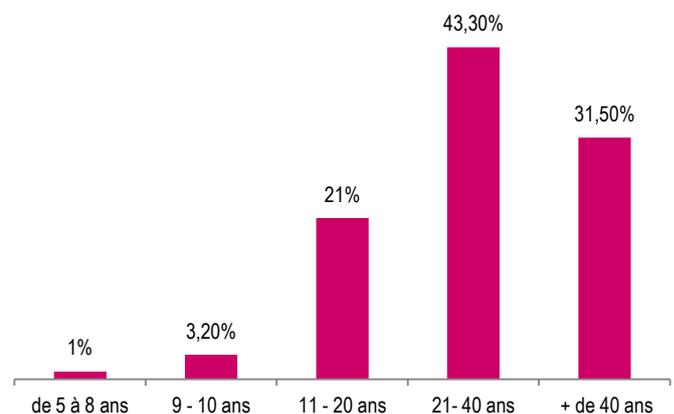
Répartition des capitalisations

- ▶ 84% des entreprises pouvant être candidates à une cotation présentent une capitalisation potentielle inférieure à 100M€. De quoi élargir très nettement l'univers des PME cotées alors qu'aujourd'hui 64% des PME et ETI cotées en France (hors capitalisation inférieure à 40M€) ont une capitalisation supérieure à 100M€.



Age des entreprises étudiées

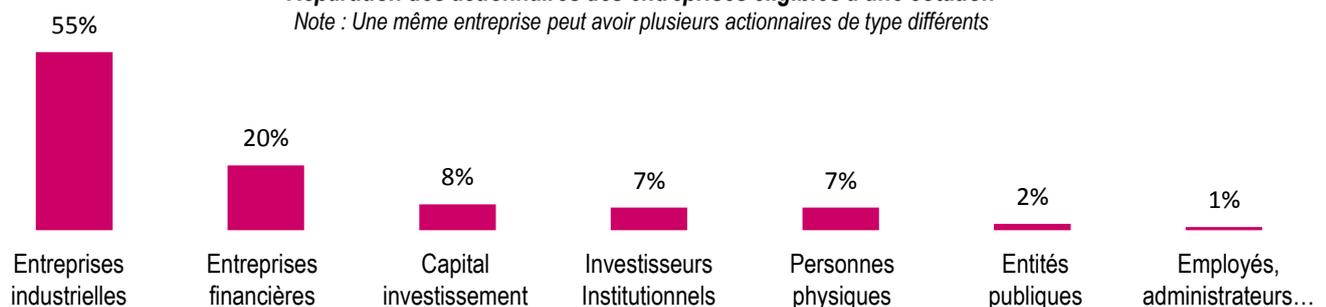
- ▶ Près de 75% des entreprises potentiellement candidates à une cotation ont plus de 20 ans. Des entreprises qui historiquement ne semblent ainsi n'avoir jamais été séduites par les vertus de la cotation et vers lesquelles l'effort de pédagogie et d'accompagnement devra être particulièrement important.
- ▶ Les entreprises de moins de 10 ans, représentent moins de 5% du total, (L'univers Altavalue exclu de facto les entreprises de moins de 5 ans). Une proportion logique alors que la cotation boursière s'inscrit le plus souvent en France à la fin de la chaîne de financement en capital (love-money, business Angels, capital-investissement) si bien que le délai moyen de la création à la cotation est largement supérieur à 10 ans



Des entreprises candidates essentiellement industrielles puis familiales

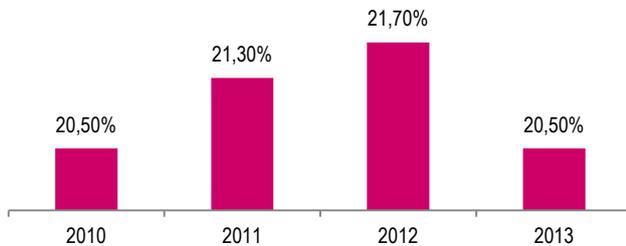
Répartition des actionnaires des entreprises éligibles à une cotation

Note : Une même entreprise peut avoir plusieurs actionnaires de type différents

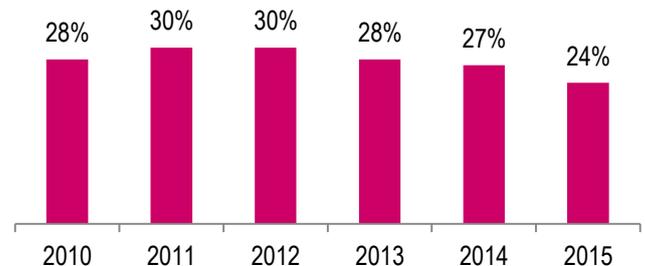


Un taux d'investissement et un taux d'export très supérieurs à la moyenne nationale

Evolution moyen du taux moyen d'export (% du C.A.)



Taux d'investissement (en % de l'Ebitda)



► Des entreprises fortement exportatrices : 58% sont présentes à l'export contre seulement 33% pour l'ensemble des entreprises de l'univers. Près de 20% réalisent plus de 50% de leur CA à l'export et près de 10% réalisent entre 25% et 50% de leur CA à l'export.

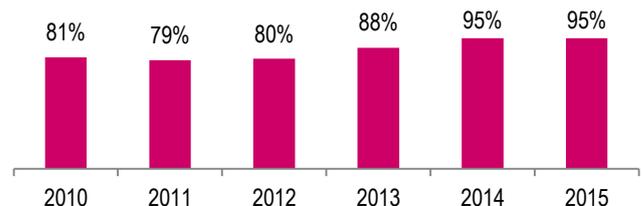
► Un taux d'investissement en baisse depuis 2012 mais avec 24% de l'Ebitda, c'est 11% de plus que celui de l'ensemble des entreprises françaises de la base AltaValue.

95% des entreprises étudiées sont Investment Grade, +14% depuis 2010

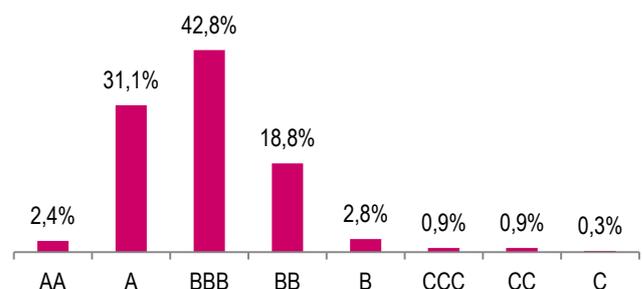
► A la faveur du mouvement de reconstitution des fonds propres et de réduction des dettes financières, les entreprises potentiellement candidates à une cotation, ont vu leur notation moyenne très fortement progresser depuis 2011.

► Cette progression est plus marquée que pour l'ensemble des entreprises de la base AltaValue (+10% depuis 2010 du nombre d'entreprises en catégorie Investment Grade).

Evolution du taux d'investissement grade (>= à BB)



Répartition des Rating 2015 des entreprises potentiellement candidates à une cotation



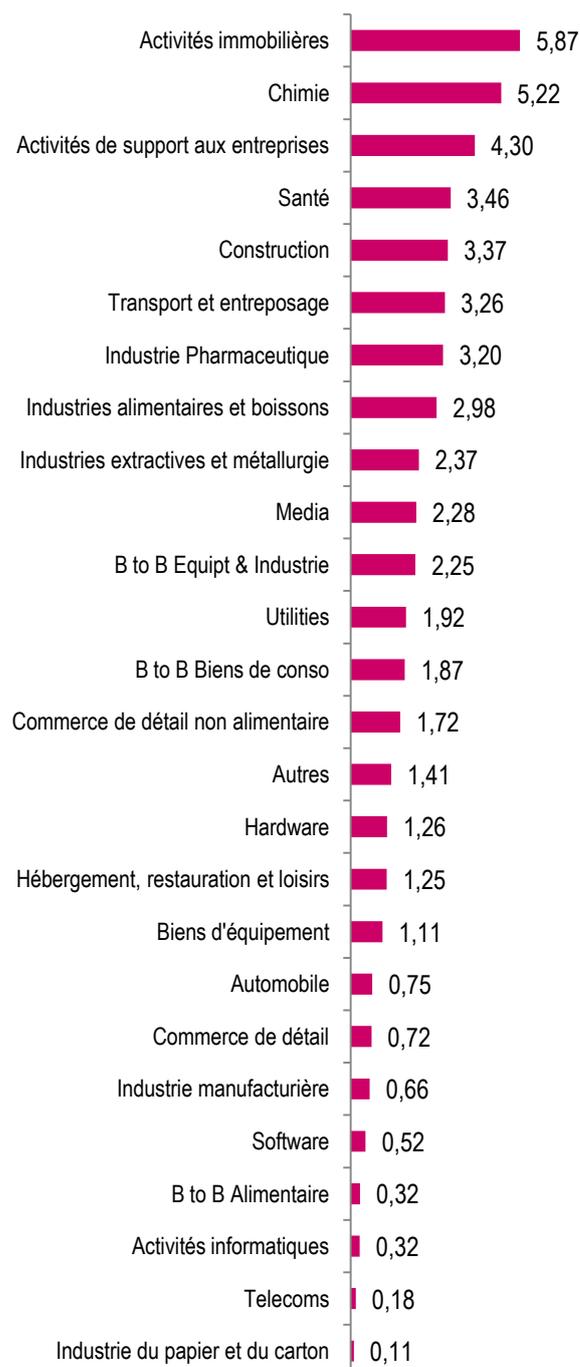
AltaValue applique aux PME et ETI les notations indépendantes développées par AlphaValue.

Les PME & ETI sont jugées selon les mêmes critères financiers que les entreprises cotées., modulo l'effet taille qui est pris en compte dans l'analyse ; à la fois pour l'analyse quantitative et qualitative de chaque entreprise.

Répartition sectorielle : Prépondérance de l'immobilier et la chimie

Répartition par secteur	PME	ETI
Activités de support aux entreprises	20	38
Activités immobilières	47	40
Activités informatiques	3	3
Automobile	1	9
Autres	6	9
B to B Alimentaire	2	3
B to B Biens de conso	14	9
B to B Equipt & Industrie	8	24
Biens d'équipement	2	14
Chimie	32	33
Commerce de détail	5	8
Commerce de détail non alimentaire	9	12
Construction	24	30
Hardware	6	9
Hébergement, restauration et loisirs	13	5
Industrie du papier et du carton	0	2
Industrie manufacturière	1	7
Industrie Pharmaceutique	10	16
Industries alimentaires et boissons	16	21
Industries extractives et métallurgie	15	16
Media	10	17
Santé	18	39
Software	5	2
Telecoms	2	1
Transport et entreposage	15	20
Utilities	10	16
Total général	294	377

Répartition par capitalisation totale (en md€)

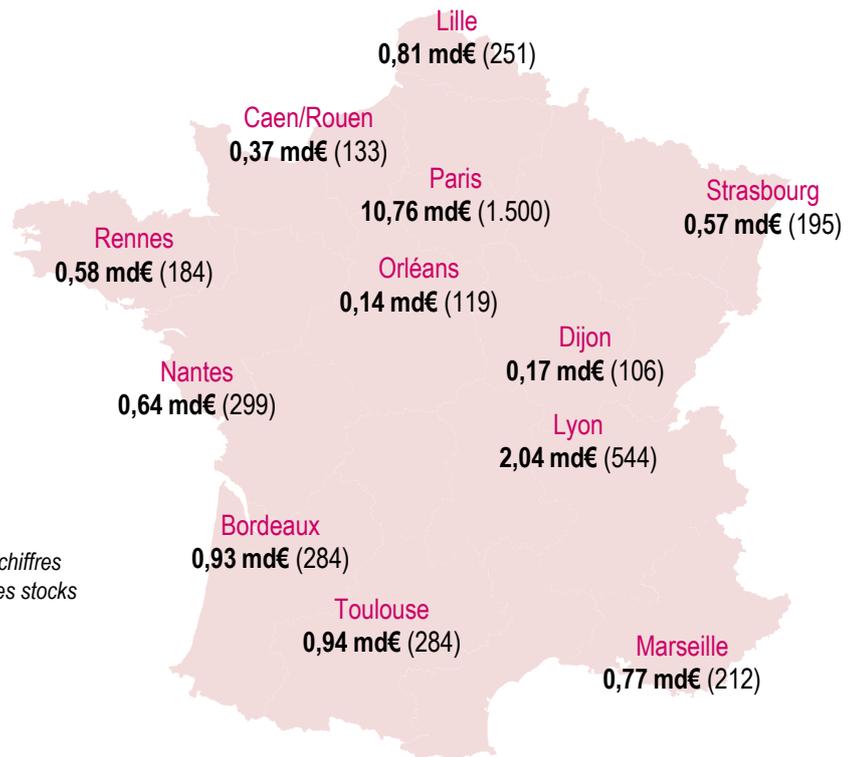


Compléter la chaîne de financement en région

- ▶ On compte lus de 4000 entreprises (capitalisation de 40 M€ à 1Md€) dans le portefeuille des seuls fonds de capital développement et transmission
- ▶ Un peu plus de 1000 sorties des fonds de capital investissement en 2013 mais seulement 6 par introduction en bourse
- ▶ 126 entreprises potentiellement candidates à une cotation comptent un fonds d'investissement et/ou une ou plusieurs institutions financières) à leur capital

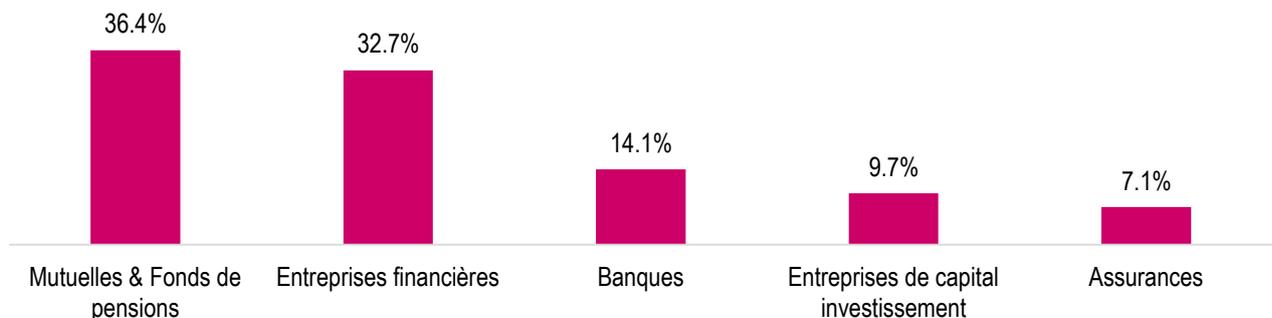
Note : 56 grandes entreprises sont incluses dans les chiffres
Source : AFIC et *estimations CM Economics pour les stocks

Répartition régionale des entreprises accompagnées par le capital développement et le capital transmission français (en nombre et en montants investis, stocks en md€*)



Type d'actionnaires financiers des entreprises potentiellement candidates à une cotation

Note : Une même entreprise peut avoir plusieurs actionnaires de type différents



Un potentiel pour concurrencer la place de Londres

- ▶ Aujourd'hui, le marché de la cotation anglaise est près de 2 fois supérieur aux marchés allemand et Français pris séparément tant en nombre de PME et ETI cotées que de capitalisation. Les capitalisations moyennes sont logiquement équivalentes sur les 3 marchés.
- ▶ 671 entreprises éligibles à la cotation et 52 mds € de capitalisation supplémentaire, placerait la France devant le Royaume-Uni en nombre de PME et d'ETI cotées pour une capitalisation équivalente.

Univers coté dont la capitalisation est comprise entre 40m€ et 1md€

	Royaume-Uni*	Allemagne**	France***	France Candidates AltaValue
Nb de boîtes	617	316	331	671
Capitalisation	154 Md€	70 Md€	80 Md€	52md€
Capitalisation moyenne	250 M€	225 M€	242 M€	78m€
Répartition				
500m€ et 1md€	95 (15.4%)	36 (11.4%)	48 (14.5%)	1
200m€ et 500m€	168 (27.2%)	80 (25.3%)	87 (26.2%)	24 (3.5%)
100m€ et 200m€	143 (23.2%)	85 (26.9%)	70 (21.1%)	94 (14%)
Entre 40m€ et 100m€	340 (34,2%)	115 (36,4%)	126 (38.1%)	552 (82,5%)
Couverture analyste				
Aucun analyste	38.4%	59.7%	54.7%	
1 analyste	25.1%	14%	13.3%	
A partir de 2 analystes	36.5%	26.3%	32%	
Taux de couverture par plusieurs analystes				
500m€ et 1md€	59.3%	36.1%	28.7%	
200m€ et 500m€	52.9%	39.5%	44.3%	
100m€ et 200m€	34.2%	25%	32.4%	
Entre 40m€ et 100m€	14.2%	14.6%	16.8%	

Sources : Bloomberg

* AIM + LES

** Deutsche Börse + bourses régionales

*** Eternext France uniquement

Répartition régionale de l'univers AltaValue

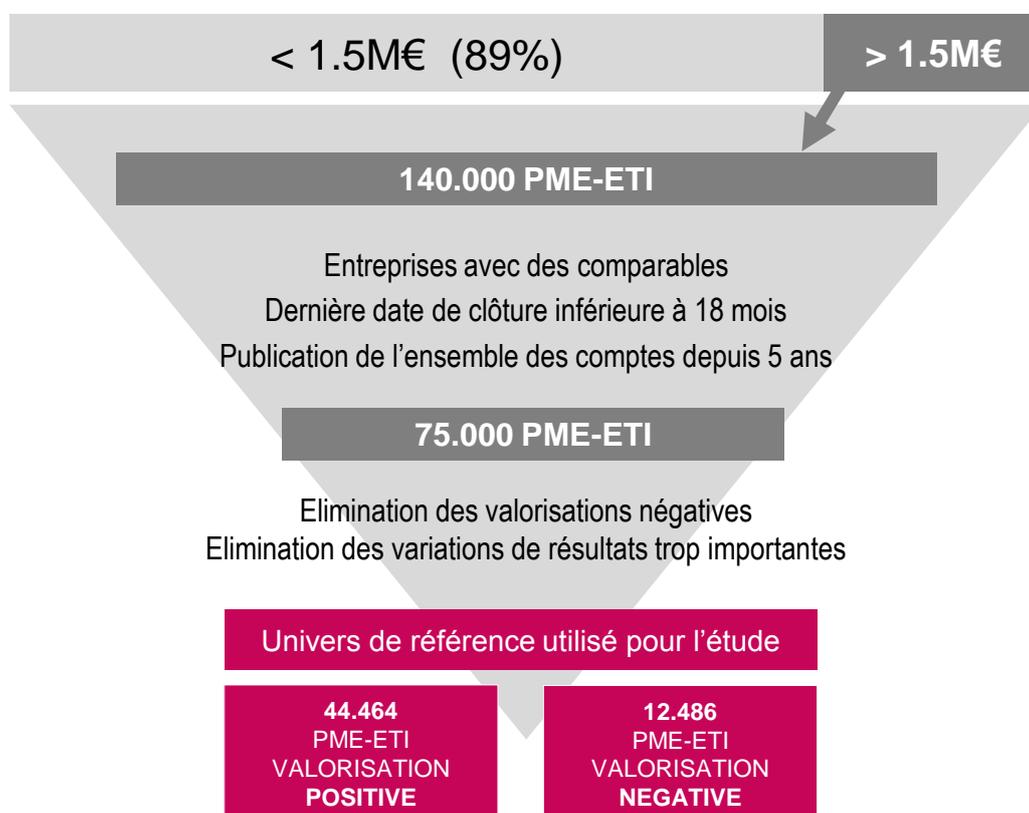
	Sociétés	ETI	CA en Md€
Alsace Lorraine Champagne-Ardenne	3 064	114	7,74
Aquitaine – Poitou-Charentes - Limousin	4 765	131	6,07
Auvergne-Rhône-Alpes	9 089	309	14,88
Bourgogne – Franche-Comté	2 436	119	3,94
Bretagne	1 952	81	3,94
Centre	1 936	72	4,41
Ile de France	14 964	863	47,50
Midi-Pyrénées Languedoc-Roussillon	4 628	166	7,14
Nord-Pas de Calais - Picardie	3 913	137	7,79
Normandie	2 333	87	3,93
PACA	4 663	158	6,86
Pays de Loire	2 849	138	6,55
Total général	56 592	2 375	120,8

Critères retenus pour déterminer l'éligibilité à une cotation

- ▶ Entreprises non filiale d'un grand groupe
- ▶ Entreprise non filiale d'un groupe coté
- ▶ Dette Nette / Ebitda < 6
- ▶ Marge Ebitda > 2%
- ▶ Chiffre d'affaires > 5M€
- ▶ Capex/Editda > 10%
- ▶ Valorisation comprise entre 40 et 800M€

Univers Altavalue

1 million d'entreprises françaises publient leurs comptes
Nous ne retenons que celles ayant un C.A. > 1.5M€



A propos

Outre sa capacité d'exportation, le tissu des PME et ETI se structure en filières à la tête desquelles se trouvent des donneurs d'ordres dont l'activité est largement mondialisée. AltaValue permet de prendre en compte ces signaux (taux, change, matières premières, énergie) afin d'observer les PME-ETI au rythme d'économies ouvertes.

Parce que l'investissement se porte aussi sur les entreprises non cotées, Altares, acteur majeur de l'information sur les entreprises, et AlphaValue, leader européen en recherche indépendante sur les actions, ont associé leurs savoir-faire pour créer **AltaValue**, un socle de connaissance unique sur les PME et les ETI françaises.

AltaValue dispose de plusieurs dizaines de milliers de valorisations d'entreprises, actualisées mensuellement, fondées sur des méthodes directement issues de l'univers des entreprises cotées (comparables, actualisation des cash-flows futurs), et d'une connaissance très fine de l'ensemble des secteurs d'activité (500 codes d'activité suivis).

Les perspectives et valorisations sont construites de sorte à rendre accessible un prix de marché, neutre, offrant ainsi un repère utile à l'ensemble des parties prenantes (Chef d'entreprise, expert-évaluateur, investisseur, conseiller financier, banquier, partenaire sociaux, actionnaire ...).

Grâce à l'apport du cabinet d'études **CM Economics**, les conclusions trimestrielles sont enrichies d'une expertise macro-économique. Cette analyse d'un ensemble d'éléments économiques, permet de restituer les résultats issus d'**AltaValue**, dans le contexte macro et conjoncturel.

Contacts

Maxime Mathon

T. : 01 70 61 10 52

maxime.mathon@altavalue.fr

Kristell Le Nadan

T. : 06 59 18 61 11

contact@cm-economics.com



Construction de ratios sectoriels à partir de la recherche réalisée par 25 analystes sur les 500 principales firmes cotées en Europe

www.alphavalue.com



Détails des informations financières et légales (comptes, paiement, défaillance ...) sur les 100.000 entreprises dont le C.A. > 2M€

www.altares.fr



Etudes, analyses et recherches économiques et prospectives.

www.cm-economics.com