



Les performances économiques

Mai 2015
3^{ème} partie

Préambule

Après avoir, [dans un premier temps](#), démontré la place des Small et Mid Cap dans la dynamique du marché européen, puis, [dans une deuxième partie](#), établi que ces compartiments apportaient une rémunération de l'épargne « net du risque » identique ou supérieure à celle des Large, nous allons prendre le temps d'analyser, dans ce troisième et avant-dernier volet de notre étude, le comportement économique des Small et Mid caps et le lien avec leur performance boursière.

Contacts :

MiddleNext :

Directrice générale : Caroline Weber – c.weber@middlenext.com – 33 (0)1 55 80 75 73

Financière de l'Echiquier :

Coordinateur de l'étude : Gaël Faijean – gfailjean@fin-echiquier.fr – 33 (0)1 47 23 89 37

Marketing & Communication : Sophie Thiard – sthiard@fin-echiquier.fr – 33 (0)1 47 23 98 12

Gérants Small & Mid caps Europe :

José Berros (jberros@fin-echiquier.fr) & Stéphanie Bobtcheff (sbobtecheff@fin-echiquier.fr)

Les performances économiques

1 – Méthodologie & construction de l'échantillon

Le suivi de performance économique sur 10 ans – de 2004 à 2014 – des sociétés européennes nécessite la construction d'un échantillon composé de sociétés présentant des modèles économiques similaires et constant sur la période.

Pour construire cet échantillon, prenons pour base les sociétés européennes cotées fin 2004 (4 845 sociétés). Nous commençons par éliminer les sociétés qui ont été retirées de la cote au cours des 10 années considérées (942 sociétés), les modèles économiques non compatibles, c'est-à-dire essentiellement les modèles « financiers » (banques, assurances, sociétés immobilière, sociétés de gestion, etc., soit 1 385 sociétés), mais aussi toutes les sociétés trop petites (-5M€ de CA et les biotechnologies) ou dont la série de données est insuffisantes sur la période (734 sociétés). L'échantillon que nous utiliserons dans le cadre de cette analyse est donc constitué de 1 782 sociétés.

Nous conservons la segmentation que nous avons proposée pour analyser la pertinence de notre échantillon par rapport à l'ensemble des sociétés cotées :

Micro Cap	Small Cap	Mid Cap	Large Cap
>5 M€ et <150 M€	>150 M€ et <1 000 M€	>1 000 M€ et <5 000 M€	>5 000 M€

Le tableau ci-dessous présente la photographie de l'univers d'étude et de l'échantillon analysé :

Univers en 2004	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 803	1 248	510	284	4 845
en %	57,9%	25,8%	10,5%	5,9%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	126 699	505 732	1 131 481	5 629 606	7 393 518
en %	1.1%	5.0%	14.5%	79.4%	100%
Echantillon					
Nombre de valeurs	781	556	277	168	1 782
en %	43,8%	31,2%	15,5%	9,4%	100,0%
Capitalisation agrégée (M€)	41 577	235 588	646 247	3 374 499	4 245 839
en %	1,0%	5,5%	15,1%	78,4%	100,0%
% de l'univers					
En nombre de valeurs	28%	45%	54%	59%	37%
En % capitalisation	33%	47%	57%	59%	57%

Notre échantillon couvre 57% de l'univers de 2004 en % de la capitalisation mais seulement 37% en nombre de valeurs. Ceci s'explique par la conjugaison de trois facteurs : le dynamisme du segment Micro, tel que nous l'avons décrit dans le premier volet de l'étude, le fait que 80% des sociétés du secteur « financier » sont des Micro, et enfin la difficulté d'obtenir des données de qualité sur l'environnement Micro sur les 10 dernières années, notamment pour les plus petites d'entre elles (-20M€ de chiffre d'affaires). Nous disposons cependant d'un échantillon suffisant (781 Micro en 2004) pour comprendre les dynamiques de ce segment.

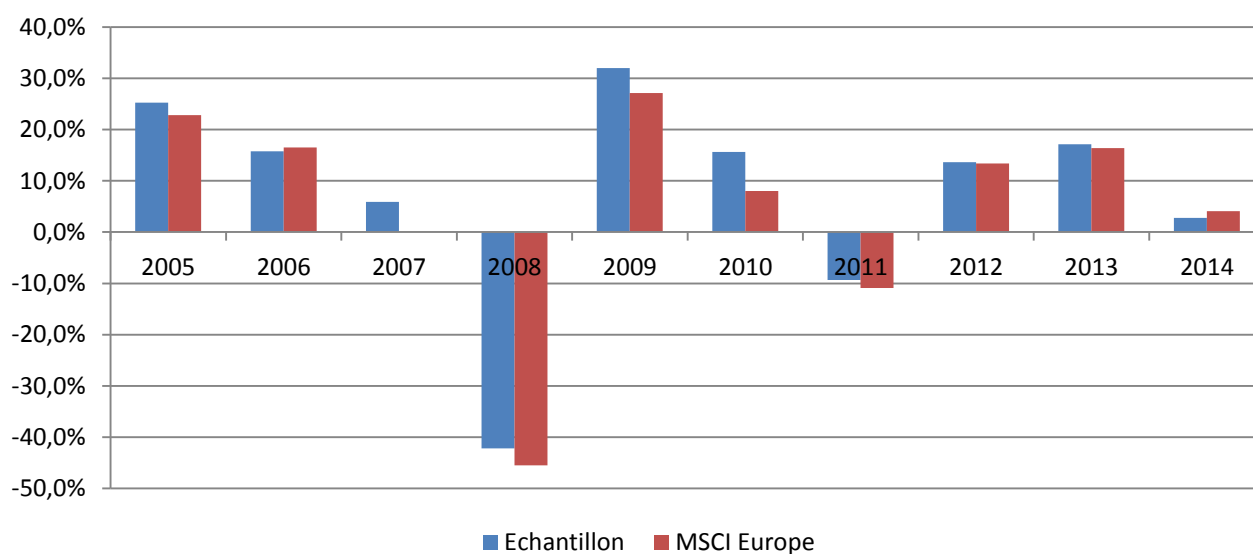
Ci-dessous le même tableau mais 10 années plus tard.

Univers en 2014	Micro	Small	Mid	Large	Total
Nombre de valeurs	2 744	1 279	683	384	5 090
en %	53,9%	25,1%	13,4%	7,5%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	122 964	542 951	1 573 120	8 634 249	10 873 283
en %	1,1%	5,0%	14,5%	79,4%	100%
Echantillon					
Nombre de valeurs	691	490	354	247	1 782
en %	38,8%	27,5%	19,9%	13,9%	100%
Capitalisation agrégée (M€)	37 729	217 178	795 380	5 975 490	7 025 777
en %	0,5%	3,1%	11,3%	85,1%	100%
% de l'univers					
En nombre de valeurs	25%	38%	52%	64%	35%
En % capitalisation	31%	40%	51%	69%	65%

Regardez l'évolution de cet échantillon sur 10 ans : le phénomène de vases communicants avec une contraction des segments Micro et Small vers les segments Mid et Large est très lisible.

Cet échantillon de 1 782 sociétés représentait en volume d'activité 41% du PIB de l'Union européenne en 2004 et 51% en 2014. Et en y ajoutant les sociétés cotées en 2014 mais pas encore introduites en Bourse en 2004, cette proportion monterait à 63%.

Le graphique ci-dessous présente la variation annuelle de la capitalisation agrégée de cet échantillon de 1 782 sociétés comparée à la variation annuelle de l'indice MSCI Europe : la corrélation est indéniable, confirmant la pertinence notre échantillon.



2 – Performance économiques de l'échantillon sur 2004-2014

Regardons à présent 10 années de chiffres d'affaires de ces 1 782 sociétés de deux façons : via l'agrégation des chiffres (comme s'il s'agissait d'une seule et même société) pour mesurer l'impact économique global et via les données médianes pour valider les tendances avec une approche plus fine.

Tableau 1 - Données économiques agrégées / en milliards d'€

Agrégé - MM€	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	4 345,2	4 723,6	5 226,3	5 599,6	5 960,5	5 367,3	5 964,2	6 517,0	6 881,8	6 726,3	6 914,7
Var CA		8,7%	10,6%	7,1%	6,4%	-10,0%	11,1%	9,3%	5,6%	-2,3%	2,8%
ROC	437,5	533,5	594,5	659,8	653,3	521,4	644,3	717,8	679,7	634,7	638,5
Marge	10,1%	11,3%	11,4%	11,8%	11,0%	9,7%	10,8%	11,0%	9,9%	9,4%	9,2%
Capitalisation	4 245,8	5 318,5	6 156,5	6 519,2	3 769,0	4 975,4	5 752,3	5 216,1	5 926,0	6 940,5	7 134,2
Gearing	53,0%	49,2%	52,8%	54,9%	67,2%	62,7%	51,2%	53,0%	53,7%	51,1%	51,6%
Invest ind % CA	-6,9%	-7,0%	-7,2%	-7,1%	-7,4%	-7,3%	-6,3%	-6,3%	-6,4%	-6,3%	-6,2%
VE / CA	1,22	1,36	1,43	1,42	0,92	1,24	1,23	1,06	1,12	1,29	1,29
VE/ROC	12,13	12,08	12,53	12,06	8,40	12,75	11,38	9,63	11,32	13,62	13,95
P/AN	2,12	2,32	2,52	2,49	1,47	1,86	1,86	1,63	1,80	2,08	2,08

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

Tableau 2 - Données économiques médianes / en millions d'€

Median - M€	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	255,07	278,96	312,55	347,91	362,63	337,25	364,27	400,60	415,10	402,96	420,76
Var CA		8,0%	11,4%	9,1%	3,5%	-5,8%	8,3%	7,4%	4,8%	-0,3%	3,8%
ROC	17,22	21,06	24,57	29,95	25,57	17,06	23,83	25,23	24,43	23,98	26,70
Marge	6,8%	7,5%	7,9%	8,6%	7,1%	5,1%	6,5%	6,3%	5,9%	5,9%	6,3%
Capitalisation	205,41	276,46	343,05	341,54	148,65	217,50	282,97	220,34	243,91	321,48	327,72
Gearing	22,6%	23,1%	24,3%	27,5%	34,1%	28,9%	22,6%	24,4%	23,0%	21,6%	22,6%
Invest ind % CA	-3,56%	-3,64%	-3,73%	-3,69%	-3,70%	-2,90%	-2,69%	-2,93%	-2,92%	-2,83%	-2,96%
VE / CA	0,95	1,13	1,23	1,11	0,63	0,87	0,93	0,75	0,83	0,99	0,97
VE/ROC	11,00	12,26	13,20	11,34	7,23	10,26	11,30	9,38	10,59	12,75	12,13
P/AN	1,84	2,16	2,38	2,07	0,99	1,37	1,56	1,22	1,37	1,65	1,59

Source : Capital IQ / La Financière de l'Echiquier

Quels enseignements pouvons-nous tirer de ces données ?

- Le cycle croissance / crise / reprise suit son cours jusqu'en 2011. En revanche, les années 2012-2014 marquent un ralentissement continu de la croissance (et même une contraction en 2013). La contraction du marché financier, qui avait surpris à l'été 2011, reposait donc sur l'anticipation de cette rupture de tendance.

- La reprise post 2009 s'est également traduite par une nette amélioration de la rentabilité opérationnelle en 2010/2011. En revanche, les années 2012/2014 marquent une baisse prononcée de la rentabilité opérationnelle au niveau européen. Cette contraction étant également visible dans les données médianes, il s'agit donc bien d'une tendance générale : si la chose était connue au niveau français, c'est une nouveauté que de la constater au niveau européen.
- Les valorisations ont cependant continué de progresser sur la période 2012-2014, portant le multiple de VE/ROC 2013-2014 à un niveau supérieur à celui de 2007. La faiblesse de l'activité en 2014 a logiquement entraîné une stabilisation du marché financier en 2014. La vigueur des marchés financiers depuis le début de 2015 est donc particulièrement sensible à une forte reprise du taux de croissance et du niveau de marge opérationnelle dès 2015 au regard des niveaux de valorisation atteint.
- A partir de 2012, le *gearing* [(dette financières CT + LT - trésorerie) / Capitaux propres] revient à son niveau d'avant crise de 2004/2005. Le mouvement de désendettement des entreprises est donc très visible dans ces chiffres.
- Les investissements pâtissent de cette situation (faible croissance, pression sur les marges, baisse de l'endettement), comme le montre la diminution du ratio Investissement / chiffre d'affaires. Ils sont globalement restés stables en volume, autour de 430 milliards d'euros entre 2011 et 2014 contre un pic à 441 milliards en 2008. C'est un moteur de la croissance qui doit repartir.
- On constate cependant que notre univers de 1 782 sociétés affiche une croissance agrégée de 58% en 10 ans contre 27% pour le PIB européen (ces chiffres intègrent bien entendu les acquisitions qui sont l'un des intérêts majeurs de la cotation en Bourse) : être coté semble donc constituer un accélérateur de croissance pour les entreprises.

3 – Performance économique des quatre segments

Nous l'avons vu dans l'analyse des performances boursières en Europe : celles des indices valeurs moyennes sont nettement supérieures à celles des indices des grandes sociétés. Regardons à présent si cette surperformance se vérifie économiquement. En revanche, pour analyser les performances économiques et parce que nous voulons homogénéiser notre échantillon au maximum, nous utiliserons cette fois le chiffre d'affaires comme indicateur de tri en lieu et place de la capitalisation boursière en conservant les mêmes fourchettes.

Afin de réaliser une comparaison aussi simple que possible, nous n'avons utilisé que deux indicateurs économiques – le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel – que nous avons recalculés en base 100 en 2004 pour chacun des segments (Micro, Small, Mid et Large), et un seul indicateur de performance, la capitalisation boursière. Tous ces indicateurs sont agrégés car c'est le volume de création/destruction de richesse qui nous importe, pas le pourcentage très trompeur, surtout sur des univers de Small/Mid. Le principe de construction des quatre segments est tout aussi simple : nous utilisons le volume d'activité en 2004 pour générer les quatre segments qui restent donc à sociétés constantes pendant ces 10 années.

Chiffres d'affaires	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CA 5/150	100	115	139	164	177	172	188	208	221	227	245
CA 150/1000	100	111	127	142	149	138	152	169	178	179	191
CA 1000/5000	100	112	127	139	145	137	146	157	165	165	171
CA 5000 +	100	108	118	126	134	119	134	146	155	150	153

*CA 5/150 se lit Chiffre d'affaires compris entre 5 et 150M€ en 2004 et agrégé.

Rés. opérationnel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROC 5/150	100	167	235	302	285	220	279	367	380	364	384
ROC 150/1000	100	121	146	172	166	131	162	177	178	181	189
ROC 1000/5000	100	115	137	155	147	124	152	161	163	156	168
ROC 5000 +	100	123	134	147	147	117	144	162	151	139	137

Capitalisation	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Capitalisation 5/150	100	168	215	212	100	147	185	165	190	235	247
Capitalisation 150/1000	100	135	171	174	87	127	160	149	177	212	218
Capitalisation 1000/5000	100	130	165	166	91	127	159	142	169	200	212
Capitalisation 5000 +	100	122	137	148	88	114	127	115	129	150	152

Les résultats parlent d'eux-mêmes : la hiérarchie des performances économiques coïncide avec celle des performances boursières. Les segments Small et Mid sont plus dynamiques économiquement et ces résultats se traduisent dans les performances boursières.

4 – Analyse du détail de ces performances économiques

Nos quatre segments sont relativement homogènes en 2004 mais les différentiels de croissance économique aboutissent à une configuration très différente 10 ans plus tard. Prenons le temps de les analyser un par un.

A – Segment Micro : 5 / 150M€ de CA en 2004

Tableau A – Evolution du sous-échantillon Micro (2004-2014)

5/150	# sociétés	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	703	100	245	100	384	100	247	100%	100%
5/150	71,1%	100	141	100	195	100	140	50%	28%
150/1000	28,0%	100	341	100	516	100	338	48%	66%
1000/5000	0,9%	100	2 224	100	1 960	100	891	2%	6%

Sur les 703 sociétés de ce sous-échantillon qui, en 2004, réalisaient entre 5 et 150M€ de chiffres d'affaires, 71% sont restées dans cette fourchette 10 ans plus tard en générant +40% (CA et Capitalisation). 29% de ces sociétés ont dépassé les 150M€ de CA entre 2005 et 2014 et tirent l'ensemble avec des performances remarquables puisqu'elles représentent 72% de la capitalisation du sous-échantillon en 2014 (contre 50% en 2004). Parmi les *success stories* de cet échantillon, on citera Asos (Royaume-Uni), Wiercard (Allemagne), Meda (Suède), Cramo (Finlande), LEM Holdings (Suisse), Norwegian Air Shuttle (Norvège), Reply (Italie), Naturex (France), Ambu (Danemark) ou encore Do&Co (Autriche).

B – Segment Small : 150 / 1 000M€ de CA en 2004

Tableau B – Evolution du sous-échantillon Small (2004-2014)

150/1000	# sociétés	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	593	100	191	100	189	100	218	100%	100%
5/150	6,4%	100	33	100	-3	100	42	3%	1%
150/1000	67,1%	100	141	100	123	100	145	52%	34%
1000/5000	26,1%	100	268	100	263	100	309	45%	64%
5 000 +	0,3%	100	829	100	1 008	100	457	1%	1%

On retrouve un schéma similaire avec 67% des valeurs qui restent dans la fourchette d'activité d'origine et qui réalisent une performance très similaire à celle du segment 5/150 (+40% en 10 ans). Un quart des sociétés sortent du lot et viennent doper les performances de cette catégorie. Parmi ces *success stories*, on retrouve Iliad pour la France, ARM Holding au Royaume-Uni, Actelion Ltd en Suisse, Elekta en Suède, Cie Automotive en Espagne, Marine Harvest en Norvège, TKH Group aux Pays-Bas, Brembo en Italie, Icon en Irlande, United Internet AG en Allemagne, Konecranes en Finlande, Per Aarsleff au Danemark, Econocom Group en Belgique ou KTM AG en Autriche. Un grand nombre de ces valeurs sont venues nourrir les indices Mid Cap européens avec la progression de leur taille et de leur liquidité.

C – Segment Mid : 1 000 / 5 000M€ de CA en 2004

Ce segment est l'un des pourvoyeurs des indices Mid européens qui ont marqué une telle surperformance au cours des 10 dernières années. Ces indices ont en effet une capitalisation médiane comprise entre 3 et 4 milliards et la taille (volume de transaction) est le facteur-clé d'intégration dans les indices.

Tableau C – Evolution du sous-échantillon Mid (2004-2014)

1000/5000	# sociétés	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	303	100	171	100	168	100	212	100%	100%
5/1000	5,3%	100	45	100	38	100	45	4%	1%
1000/5000	73,3%	100	138	100	138	100	174	60%	49%
5000/10000	16,8%	100	205	100	200	100	237	26%	29%
10 000 +	4,6%	100	418	100	405	100	438	10%	21%

Sur ce sous-segment, il est intéressant de constater que les performances économiques des sociétés qui sont restées dans la fourchette d'origine (73% des sociétés) sont en ligne avec les deux précédents tableaux (autour de 40%), mais que les performances boursières sont nettement supérieures (+74%). Ce phénomène est lié à l'augmentation de la taille et donc de la liquidité qui a souvent un phénomène inflationniste sur les multiples de valorisation ; il s'agit là d'un changement de statut.

On retrouve ce mécanisme sur les deux autres groupes de valeurs (celles qui génèrent un volume d'activité de 5 000 à 10 000 M€ en 2014 et celles qui ont dépassé les 10 000 M€ en 2014). Ainsi, à la performance économique, le marché financier ajoute une prime nommée « *re-rating* » qui dope ces indices Mid. Cette prime est durable car il s'agit – pour faire simple – d'un phénomène de baisse du risque individuel de « dépôt de bilan ». Parmi ces *success stories* on retrouve Easyjet au Royaume-Uni, Sika en Suisse, Assa Abloy en Suède, Inditex en Espagne (la marque Zara), Jeronimo Martins au Portugal, ASML Holding aux Pays-Bas, Luxottica en Italie, Shire en Irlande, Aurubis en Allemagne, Safran en France, Amer Sports en Finlande, Novo Nordisk au Danemark ou Andritz en Autriche.

D – Segment Large : +5 000 M€ de CA en 2004

Tableau D – Evolution du sous-échantillon Large (2004-2014)

5 000 +	# sociétés en 2004	# sociétés en 2014	CA 2004	CA 2014	ROC 2004	ROC 2014	Capi. 2004	Capi. 2014	% Capi 2004	% Capi en 2014
Agrégé	183	183	100	153	100	137	100	152	100%	100%
1000/5000	0,0%	7,1%	100	42	100	77	100	67	2%	1%
5000/10000	43,7%	14,2%	100	96	100	60	100	83	7%	4%
10000/20000	31,1%	34,4%	100	150	100	157	100	192	21%	26%
20000/50000	19,1%	31,7%	100	161	100	167	100	167	41%	45%
50000+	6,0%	12,6%	100	165	100	114	100	126	29%	24%

Même dans l'univers des Large, le phénomène de transmission d'une catégorie à une autre est là encore très net avec la forte diminution du nombre de sociétés qui réalisaient entre 5 et 10 000 M€ de CA en 2004. De 44% du panel, elles passent à 14% 10 ans plus tard, et celles qui restent stagner (indice 96 en 2014). Les trois fourchettes d'activité (10/20, 20/50 et 50+) progressent toutes en nombre de sociétés, nourries des meilleures épopées industrielles des échelons du dessous. Pour en citer quelques-unes, on citera Rolls-Royce, ABB en Suisse, H&M en Suède, Fresenius Se en Allemagne, Christian Dior en France et Inbev en Belgique.

La contre-performance boursière du segment +50 000 M€ de CA en 2014 peut surprendre au regard de sa progression « économique » en ligne avec les autres tranches. Ce décrochage est dû aux grandes capitalisations issues des secteurs pétroliers, télécoms, distribution et énergie qui absorbent la progression des Audi, BMW, Nestlé et autres Airbus. Dix valeurs de ces secteurs en berne représentaient une capitalisation agrégée de 626 milliards d'euros en 2004 pour tomber à 468 milliards en 2014, alors que le volume d'activité agrégé restait stable sur 10 ans. Il s'agit donc, à l'inverse des Mid, d'un phénomène de « *dé-rating* » qui touche les entreprises en panne de croissance. Encore une preuve de l'importance du renouvellement par la base.

Conclusion

Le fil directeur des trois volets que nous vous avons proposés pour comprendre les mécanismes au sein du marché action européen repose sur le principe du courant ascendant qui garantit l'équilibre et l'avenir du marché et qui a comme source le segment des Small et Mid Caps.

Ce troisième volet valide le phénomène de vases communicants qui dépend à la fois d'une large base de Micro, de Small et de Mid permettant le renouvellement de la cote par leur croissance économique. Plus la base est large, plus le nombre de *success stories* sera important ; statistiquement, on peut avancer le chiffre de 20/25% sur 10 ans sur cet échantillon.

Rappelons l'enjeu : la structure pyramidale du marché financier en nombre de valeurs cotées (peu de Large / beaucoup de Micro / Small) doit être entretenue pour assurer le renouvellement des Large, qui garantissent l'attractivité mondiale d'une place financière et financent l'infrastructure qui permet à ce marché de fonctionner. Ainsi, celles-ci représentent 7% des valeurs, 80% de la capitalisation boursière, mais aussi et surtout 85/90% des volumes de transaction, c'est-à-dire des sources de revenus pour les acteurs du marché.

Il est primordial de comprendre ces mécanismes pour éviter la destruction de cette dynamique par - par exemple - une régulation qui ne tiendrait pas compte de ces spécificités. Ainsi, la tendance appuyée du régulateur européen à vouloir cloisonner les flux par segment porte le risque d'assécher les ressources en analystes financiers que ces acteurs peuvent allouer aux segments les plus pauvres – les Micro et les Small –, mettant ainsi en péril le suivi de ces valeurs et les introductions en Bourse essentielles pour le renouvellement à long terme du segment le plus riche, les Large. Le risque d'érosion est bien réel : depuis 2007 - et avant le retour bienvenu des introductions en Bourse au premier trimestre 2015 -, la baisse du nombre de sociétés cotées allait en s'accroissant, menaçant de trop comprimer la capitalisation boursière du continent européen. Un mouvement qui aurait eu des conséquences désastreuses à terme pour l'attractivité et la puissance de l'industrie financière en Europe.

La cotation en Bourse est un accélérateur de croissance pour les entreprises, un facilitateur d'acquisition et de fusion au regard du nombre de sociétés qui quittent la cote. Les exigences de transparence, de gouvernance et de discipline financière, souvent mises en avant comme un repoussoir à la cotation en Bourse, agissent en réalité comme des contraintes nécessaires au progrès, notamment pour les plus petites sociétés. Il est donc crucial d'attirer les entrepreneurs vers la Bourse : pour cela, toutes les solutions permettant de réduire le coût global de la cotation sans porter préjudice à la transparence doivent être envisagées par l'ensemble des parties prenantes au niveau européen.

Le marché financier est donc un écosystème finalement assez classique. Son avenir dépend des « jeunes pousses », c'est-à-dire de la dynamique des segments Micro / Small et Mid. Chaque partie prenante est interdépendante des autres pour le plus grand profit de tous. Afin de compléter ce propos, nous consacrerons le quatrième et dernier volet de notre série d'études à la structure de l'univers européen de la gestion d'actifs. Après avoir analysé l'offre, l'objectif sera d'observer la demande, c'est à dire la structure de la gestion d'actifs en Europe sur les différents segments de la cote pour mettre en lumière les enjeux propres au dynamisme des Small et Mid caps européennes.