

# PLACEMENTS

Retraite/Immobilier/Fonds/Fiscalité/Juridique/Assurance-vie... Tout ce que vous devez savoir cette semaine

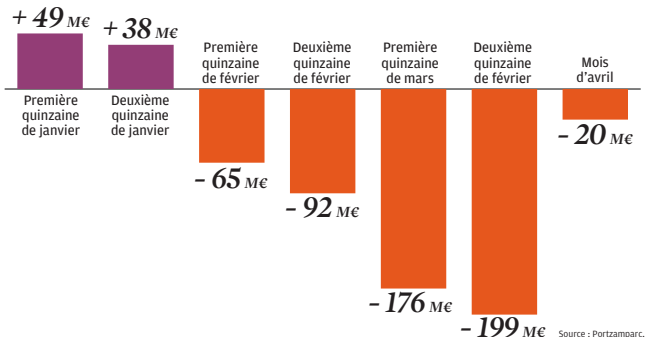
## Des petites capitalisations décotées

PER estimé, en 2020



Source : Bloomberg.

## La décollecte se tarit sur les fonds de valeurs moyennes françaises et européennes



# OPCVM

## 4 fonds pour jouer la revanche des valeurs moyennes

Les petites et moyennes capitalisations françaises ont subi la plus forte contre-performance de leur histoire ces deux dernières années. Un retour en grâce semble probable quand la reprise économique s'amorcera.

- **Les valorisations** sont redevenues attrayantes
- **Les petites valeurs ont surperformé** une fois les points bas atteints lors des précédentes crises

Dossier réalisé par **Pascal Estève**

**26 points**  
Sous-performance du Cac Small par rapport au Cac 40 entre fin 2017 et fin avril 2020

**D**epuis fin 2017, la contre-performance des petites capitalisations françaises par rapport aux grandes valeurs a atteint des sommets.

Ainsi, l'indice Cac Small (dividendes réinvestis) s'est effondré de 33,3 % en l'espace de 28 mois, contre un recul de seulement 7,8 % pour le Cac 40. La sous-performance s'élève ainsi à 26 points. Cette déception affecte même plus spécifiquement les petites capitalisations hexagonales, puisque, sur cette même période, l'indice MSCI Small EMU, représentatif des petites capitalisations de la zone euro, a abandonné seulement 15,5 %.

Toutefois, cette phase semble toucher à sa fin. Ainsi, alors que, d'ordinaire, les plus petites valeurs baissent nettement plus que les grandes capitalisations lors des krachs, la baisse a été légèrement inférieure depuis le début de l'année : - 25,8 % pour le Cac 40, - 23,7 % pour le Cac Mid Small et pour le Cac Small. Cette résistance s'explique par des valorisations redevenues attrayantes après les excès commis en 2017.

### NOMBREUX POINTS D'ENTRÉE SUR LES PETITES VALEURS

Ainsi, selon Raphaël Moreau, gérant chez Amiral Gestion, « les points d'entrée au niveau des plus petites valeurs sont nombreux.

*D'autant que les indices des petites et moyennes valeurs étaient déjà en retrait par rapport aux grandes capitalisations avant le début de la crise. Sur un aspect de pure valorisation, les petites sociétés atteignent ainsi des zones historiquement basses. On retrouve ainsi des niveaux connus en 2009 ».*

En effet, si les PER moyens estimés pour 2020 sont de 17 fois pour le Cac 40, 16,5 fois pour le Cac Mid Small et 16,1 fois pour le Cac Small, ils reviennent respectivement à 13 fois, 12,6 fois et 11,4 fois pour 2021. « J'ai rarement vu une telle décote, reconnaît Louis de Fels, gérant de Raymond James Microcaps. D'habitude, nous avons plutôt une prime. La décote est aussi très élevée par rap-

port aux transactions observées dans le domaine du capital-investissement. Dès que les flux vont revenir, cet écart de valorisations devrait se combler. Pour cela, il faut que la confiance soit de retour. » A cet égard, le retour au calme sur le plan des souscriptions sur les fonds spécialisés lors des trois premières semaines d'avril, avec seulement 27 millions d'euros de décollecte pour les fonds de valeurs moyennes françaises et européennes, contre 375 millions en mars, constitue un signal encourageant.

### SURPERFORMANCES APRÈS LE POINT BAS

Par ailleurs, Tom Michels, gérant à la Banque de Luxem-

bourg Investments, tire des enseignements encourageants des deux dernières crises boursières (2001-2003 et 2008-2009). « Les petites capitalisations ont surperformé les grandes au cours des cinq années qui suivirent le point bas du marché. Nous sommes convaincus que, une fois de plus, bon nombre de petites sociétés devraient sortir renforcées de cette crise. En effet, elles bénéficient de caractéristiques spécifiques qui les favorisent en période de reprise économique et boursière : des bilans solides, une organisation hiérarchique qui donne plus d'agilité, une phase de développement caractérisée par une croissance plus forte, un savoir-faire souvent très spécifique et la problématique de la liquidité, si

pénalisante en période de baisse, qui joue un rôle inverse lors d'une hausse. » Pour profiter d'une probable meilleure tenue des fonds de valeurs moyennes françaises, nous avons sélectionné quatre fonds très bien classés sur cinq ans : Découvertes, Indépendance et Expansion France Small, Lazard Small Caps France et Raymond James Microcaps. Nous conseillons aussi Amplegest PME et Pluvalca Initiatives PME, que nous vous avons présentés en août 2019 dans le cadre d'un article consacré aux meilleurs fonds éligibles au PEA-PME, et sur lesquels nous ne revenons pas dans le détail.

### L'EXPERTISE

## « Un processus de gestion strict et normé »



LOUIS DE FELS / RAYMOND JAMES AM / Gérant

**VOLATILITÉ** « Les bons résultats de Raymond James Microcaps ont pour origine le processus de gestion strict et normé que nous suivons. Il se divise en quatre étapes et a pour but de sélectionner des valeurs qui donnent satisfaction sur la durée. Dans un premier temps, nous utilisons un filtre quantitatif afin de réduire de 700 à 200 valeurs notre univers investissable. Ce filtre prend en compte trois critères, les deux premiers étant défensifs et le dernier offensif : la volatilité sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, 1 an, 2 ans et 5 ans, avec une pondération plus importante allouée aux périodes les plus récentes ; le bêta ajusté sur 2 ans par rapport à l'indice MSCI Europe Microcaps ; le momentum, c'est-à-dire la dynamique de performance, sur les mêmes six périodes que pour la volatilité. En fonction du chiffre obtenu, chaque action est classée du 1<sup>er</sup> (plus faible volatilité, bêta le moins élevé et meilleure

dynamique de performance) au 700<sup>e</sup> rang pour chaque critère. Nous faisons ensuite une moyenne, chaque critère comptant pour un tiers de la note finale qui classe les 700 valeurs. 90 % du portefeuille doit être constitué de sociétés classées parmi les 200 premières. Nous actualisons ce classement une fois par mois. Dans un deuxième temps, nous prenons en compte des filtres macroéconomiques. Nos deux thèmes d'investissement structurels sont la transition numérique et énergétique, d'une part, et les situations spéciales, d'autre part. Les deux thèmes conjoncturels sont actuellement la pérennité du cycle économique aux Etats-Unis, ce qui nous conduit à rechercher des valeurs très présentes outre-Atlantique, et les politiques monétaires accommodantes avec des taux d'intérêt qui vont rester durablement bas. Ces derniers favorisent les sociétés de qualité et en croissance visible.

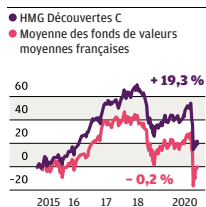
Après application de ces filtres, notre univers ne comporte plus que 100 à 150 titres. Troisième étape, nous analysons de façon fondamentale ces titres afin de sélectionner entre 50 et 60 entreprises dont la croissance organique est récurrente et qui génèrent une trésorerie libre importante. Enfin, nous construisons et suivons le portefeuille en fonction d'un budget de risque, qui dépend de la volatilité et du coefficient de corrélation avec le marché sur les six derniers mois. Les 50 à 60 actions sont classées du 1<sup>er</sup> rang au dernier, les moins volatiles et moins corrélées au marché figurant en tête. Nous allouons une pondération de 3 % à 5 % aux titres qui figurent dans le premier tiers. Ce pourcentage revient à environ 2 % pour ceux du deuxième tiers et à moins de 1 % pour le dernier tiers (et même à 0,5 % pour les cinq dernières valeurs). »

## OPCVM

## DÉCOUVERTES

## Un accent mis sur les plus petites capitalisations

Classé parmi les quatre meilleurs fonds de valeurs moyennes françaises sur 10, 8 et 5 ans, Découvertes a baissé de pied en 2019, mais relève la tête depuis le début de l'année en figurant de nouveau parmi les tout meilleurs. Le gérant, Jean-François Delcaille, privilégie les valeurs de croissance rentables, pilotées par des dirigeants de qualité, et décotées selon plusieurs critères classiques (actif net comptable et réévalué, ratio valeur d'entreprise/Ebitda, taux de rendement). Il prend aussi en compte les possibilités de réallocation que peuvent procurer certains catalyseurs qui dépassent la seule conjoncture économique, mais il évite les sociétés trop cycliques et/ou endettées. « Nous maintenons une grande sélectivité dans nos investissements : peu de valeurs perçues comme exposées au cycle économique, peu d'investissements dans les titres les plus consensus du marché et l'inclusion de sociétés pouvant faire l'objet d'opérations financières. » L'accent mis sur les plus petites valeurs, avec 29 % du portefeuille pour les capitalisations inférieures à 150 millions d'euros, et 38 % pour celles comprises entre 150 et 500 millions, explique la déception de l'an dernier (+16,5 %, contre +20,6 % pour la moyenne). Dans le sillage du Cac 40, les plus grandes parmi les valeurs moyennes avaient été favorisées.



PRINCIPALES LIGNES	PONDÉRATIONS
PISCINES DESJOYAUX	6,5 %
IGE+XAO	6,5 %
GAUMONT	4,7 %
ALSTOM	4,4 %
EXPOSIFS PROD. CHL.	3,4 %
CS GROUP	3,3 %
IPSO	3,1 %
NRJ GROUP	3 %
GRUPE LDLC	3 %
SCOR	3 %

## JOUER LE MONDE D'APRÈS

Sélectionnant parfois des titres peu liquides, avec le risque de ne pas pouvoir vendre en cas de mauvaise nouvelle, Jean-François Delcaille rencontre régulièrement les dirigeants des sociétés visées. Il participe ainsi à des centaines de réunions chaque année. En mars, il a fait preuve de prudence en réduisant très tôt l'exposition du portefeuille. Il a vendu Scor, Coface, Nexans, Spie, Somfy, Linadata Services, Esso, Pierre & Vacances et Synergie, et il s'est intéressé à des dossiers plus

défensifs comme Vivendi, Lagardère, Casino et Eurofins Scientific, ainsi qu'à Trigano et à Vicat. En avril, Jean-François Delcaille s'est montré plus offensif en prenant des bénéfices sur des dossiers relativement peu exposés au cycle économique (Vivendi, Icade, Sanofi et Getlink). En contrepartie, il a acheté des grandes capitalisations (Bouygues, Arkema) qui pourraient rebondir plus vite ainsi que des valeurs moyennes qui devraient bénéficier du monde « d'après-coronavirus » : Axway, qui profite du télétravail, Delta Plus Group, qui fournit des équipements de protection individuels, Vicat, favorisé par la baisse du prix du pétrole, Guerbet et Thermador Holding.

## NOTRE CONSEIL

Après deux années de forte sous-performance (17 points de retard pour le Cac Small face au Cac 40 en 2018 et 12 points en 2019), les plus petites capitalisations devraient mieux se comporter lorsque la relance interviendra. Découvertes devrait en tirer parti. En raison de sa faible volatilité (11,2 % annualisés ces cinq dernières années, contre 20,1 % pour la moyenne de la catégorie) et de performances bonnes ou très bonnes dans toutes les configurations de marché, à l'exception des fortes hausses, ce fonds s'adresse à tous (FR0010601971).

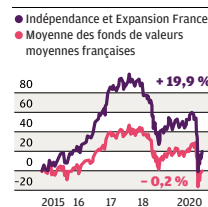
## INDÉPENDANCE ET EXPANSION FRANCE SMALL

## Achats de Publicis, TF1, Catana, Arkema, Alten, SII et Aubay

Leader des fonds de valeurs moyennes françaises sur 10 ans et sur 8 ans et 11<sup>e</sup> sur 5 ans, selon les statistiques de Quantalys, Indépendance et Expansion France Small a déçu ces deux dernières années en raison de son orientation sur les titres *value*, malgré un bon bilan sur cinq ans (+19,9 %). Ainsi, le PER moyen du portefeuille est nettement inférieur à 10 fois sur les bénéfices 2019. Pour cette année, en raison d'un manque patent de visibilité, aucun ratio n'est avancé. Mais le gérant, William Higgons, estime qu'on retrouvera en 2021 ou en 2022 les profits atteints en 2019.

Cet accent mis sur les titres peu chers ne se fait pas au détriment de la rentabilité, car les sociétés retenues doivent afficher une marge d'exploitation d'au moins 5 % (à l'exception du secteur du travail temporaire, moins rémunérateur par nature). En outre, la rentabilité moyenne des capitaux employés s'élève à 17 %, contre seulement 8 % pour l'ensemble des valeurs moyennes.

Malgré ces conditions draconiennes à l'achat, le fonds a pâti du tropisme qui a vu depuis deux ans les valeurs chères devenir de plus en plus chères, et inversement. « L'éventail des valorisations s'est ouvert de façon ahurissante, explique William Higgons. Des PER de 20 à 40 fois ne font peur à personne



PRINCIPALES LIGNES	PONDÉRATIONS
ALBIONA	6,8 %
ALD	6,5 %
SII	6,1 %
AKWEL	5 %
ARKEMA	4,9 %
GRUPE CRIT	4,2 %
MERSEN	4,1 %
LE BÉLIER	3,9 %
KAUFMAN & BROAD	3,7 %
STEF	3,6 %

lorsqu'il s'agit de valeurs connotes ISR, surtout lorsqu'elles opèrent dans la transition énergétique. Cela me rappelle l'année 2000 avec Internet. Mais cet éventail risque un jour de se refermer brutalement, comme on l'a vu entre 2000 et 2003.»

## CAP SUR LES SII

Récemment, il n'a pas hésité à s'intéresser à une grande valeur, puisqu'une ligne Publicis a été constituée. Le titre est peu cher, avec un PER de 7 fois sur le bénéfice de l'an dernier alors même que

la société est très rentable, avec une marge d'exploitation de 17 %. En outre, ce groupe n'est pas qu'une simple agence publicitaire. Il se développe dans le domaine du big data (constitution de bases de données) avec, à la clé, une multitude d'informations sur beaucoup de personnes. Enfin, son caractère opérationnel ajoute un intérêt spéculatif. William Higgons a aussi complété ses positions sur TF1, qui génère une trésorerie importante, Catana, Arkema, Sopra Steria Group, SII et Aubay. Enfin, une ligne en Alten a été initiée à 58 €. D'une façon générale, il a privilégié les SSII, qui s'en tirent plutôt bien dans le contexte actuel.

A l'inverse, les ventes ont concerné les foncières spécialisées sur les centres commerciaux (Merci-Lys, Carmila et Covivio), affectés par les fermetures des magasins, des sociétés qui ont déçu l'an dernier (Groupe Open, Jacquet Industries et Hexaom), ainsi que Scor, dont la valorisation était assez élevée au regard du marché.

## NOTRE CONSEIL

Nous conseillons ce fonds dans l'anticipation d'une revanche des titres sous-évalués au fur et à mesure que le contexte économique se redressera. Toutefois, une volatilité assez élevée (16,9 %) le réserve aux épargnants audacieux (LU0131510165).

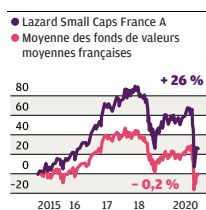
## LAZARD SMALL CAP FRANCE

## Les meilleurs couples performance économique/évaluation

Lazard Small Caps France brille par sa régularité puisqu'il a battu la moyenne de sa catégorie tous les ans depuis 2013, à la seule exception de 2018 où une légère contre-performance de 1,1 % a été constatée. En moyenne, il a « surperformé » ses concurrents de 4 points par an sur les cinq dernières années. Pour y parvenir, le gérant, Jean-François Cardinet, recherche les entreprises qui présentent le meilleur profil de performance économique, c'est-à-dire celles qui dégagent un taux de rentabilité supérieure au coût d'investissement du capital. Dans un deuxième temps, une analyse financière et stratégique permet de valider la pérennité de cette performance. La sélection des titres se fait ensuite en fonction de la sous-évaluation par le marché de cette performance économique. En résumé, le meilleur couple performance économique-évaluation est recherché. Enfin, le portefeuille est construit de telle façon que le risque reste maîtrisé.

## VENTES D'ALTRAN ET D'ONEO

Il n'y a pas de biais de style, le portefeuille comportant aussi bien des valeurs de croissance comme Aubay, Wavestone et



PRINCIPALES LIGNES	PONDÉRATIONS
SOPRA STERIA	4,9 %
IPSO	4,7 %
AUBAY	3,9 %
WAVESTONE	3,8 %
SPIE	3,8 %
DELTA PLUS GROUP	3,7 %
SYNERGIE	3,6 %
MGI DIGITAL GRAPHIC TECH.	3,6 %
DEVOTEAM	3,5 %
THERMADOR GROUPE	3,2 %

MGI Digital Graphic Technology que des sociétés plus cycliques, à l'instar de Spie, de Synergie et de Manitou. Les capitalisations boursières sont aussi variées, avec des micro-sociétés pesant moins de 200 millions d'euros (6 % du portefeuille) ainsi que des grosses valeurs moyennes de plus de 2 milliards (21 %). Mais la majorité du fonds est concentrée sur les entreprises capitalisant entre 200 millions et 1 milliard. Ces dernières semaines, Jean-François Cardinet a cédé sa

ligne Altran Technologies, juste avant la clôture de l'offre lancée par Capgemini. « En mars, nous nous sommes allégés en Thermador Groupe, en Delta Plus Group et en Hexaom. Nous nous sommes également renforcés en Gérard Perrier et en Nexity », explique-t-il. Pendant la baisse, le fonds a été pénalisé par les forts reculs de Spie, Synergie et Ipsos. Un seul titre a réussi à bien se tenir, Exel Industries. Les trois secteurs nettement surpondérés sont l'industrie (Thermador Groupe en particulier), la technologie (Sopra Steria Group, Aubay, Axway et Devoteam en tête) et les biens de consommation (Delta Plus Group). En revanche, le fonds est totalement à l'écart des services publics ainsi que des pétrolières, et quasiment absent des matériaux de base et des services financiers.

## NOTRE CONSEIL

Selon l'analyse qualitative de Quantalys, Lazard Small Caps France ne présente pas de faiblesse, puisqu'il se révèle très bon dans trois configurations (hausse, stabilité et recul marqué), bon dans une autre (progression marquée) et moyen dans la dernière (baisse). Il s'agit donc d'un support de fond de portefeuille (FR0010262436).

## RAYMOND JAMES MICROCAPS

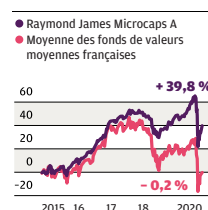
## Un excellent fonds à la fois performant et peu risqué

Grâce à un processus de gestion très élaboré (lire l'interview de Louis de Fels, page précédente), Raymond James Microcaps domine nettement la catégorie des fonds de valeurs moyennes françaises, puisqu'il figure en tête à la fois sur 5 ans, 3 ans et 1 an. Majoritairement investi en valeurs de croissance, ce fonds ne fait cependant pas l'impasse sur les titres plus cycliques et sous-évalués, à l'instar d'Hexaom et d'Akwel.

Le portefeuille met actuellement l'accent sur trois thèmes : la transition numérique et énergétique, avec en particulier Esker, SII, IGE+XAO, Sidetrade, Envea et Gérard Perrier Industrie ; les situations spéciales, avec Harvest, qui va être retiré de la cote ; Gaumont, très sous-évalué au regard de l'immobilier détenu sur les Champs-Élysées, et Le Bélier, qui traite 30 % au-dessous du prix de l'OPA à venir ; les valeurs de croissance visible favorisées par des taux d'intérêt durablement bas, avec Pharmagest Interactive et la pharmacie italienne Pharmanutra.

## PRUDENCE DANS L'ANTICIPATION D'UNE BAISSÉ

Ces dernières semaines, Louis de Fels a fait preuve de prudence sur les valeurs les plus cycliques qui vont continuer d'être affectées



PRINCIPALES LIGNES	PONDÉRATIONS
IGE+XAO	5,8 %
ESKER	4,9 %
GÉRARD PERRIER ELECTRIC	4,8 %
ENVEA	4,8 %
PRECIA	4,6 %
PHARMANUTRA	4 %
SIDETRADE	4 %
SAMSE	3,8 %
HARVEST	3,6 %
PHARMAGEST INTERACTIVE	3,1 %

Les dirigeants de cette société spécialisée dans la conception de stratégies d'arbitrage sur le plupart des marchés financiers constatent une hausse significative du rythme d'activité sur une grande partie des stratégies depuis la forte progression de la volatilité. Nous nous sommes aussi renforcés sur des valeurs de qualité trop lourdement sanctionnées, comme la société italienne Cembre, positionnée sur le segment ferroviaire, et Aubay, ainsi que sur des titres qui n'ont pas encore profité du rebond, comme Akwel Hexaom, Groupe Guillin, Marr et Prima Industrie. » Marr et Prima Industrie sont deux sociétés italiennes spécialisées dans le commerce en gros de produits alimentaires, pour la première, et dans la fabrication de machines laser, pour la seconde.

## NOTRE CONSEIL

Raymond James Microcaps est non seulement crédité de belles performances, mais aussi d'une volatilité annualisée sur 5 ans de seulement 9,3 %, très inférieure à la moyenne. Il offre donc un couple rendement-risque exceptionnel. En contrepartie, il sous-performe ses concurrents lors des marchés haussiers, alors qu'il est très bon pendant les baisses et les phases de stabilité. Ce fonds séduira donc aussi les épargnants prudents. (FR0010544791).

Source des graphiques : © Morningstar.