

Un point d'entrée sur le segment des small caps ?

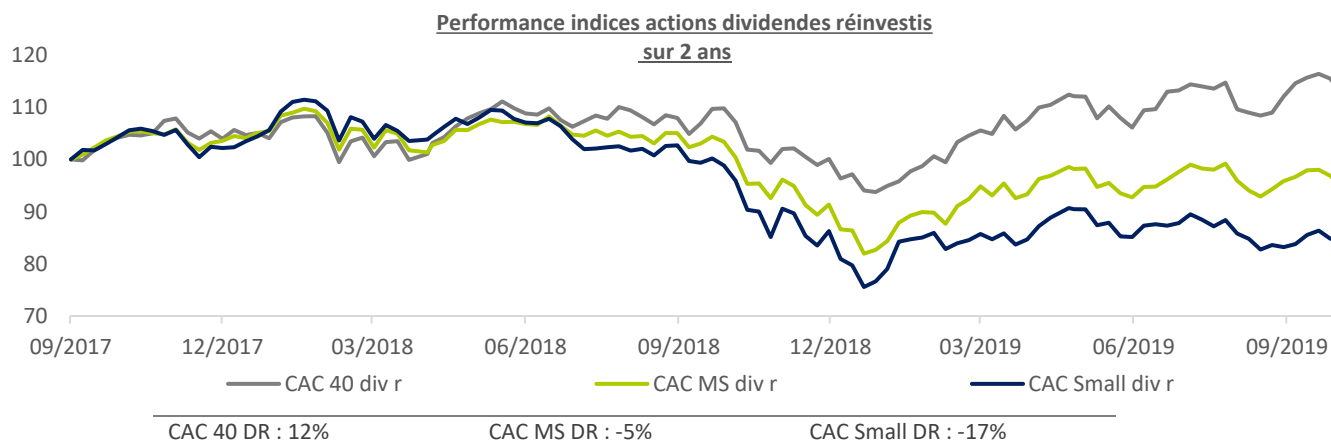
Après des années de surperformance depuis 2009, le segment des small-caps est particulièrement contre-performant depuis 2 ans. Le mouvement s'est accéléré à partir de l'été 2018, dans un contexte d'attaques répétées du président américain vis-à-vis du reste du monde, et de la Chine en particulier. **Il semblerait que la dégradation de la perception de l'environnement par les investisseurs explique la contre-performance des plus petites capitalisations.**

Le contraste entre les performances opérationnelles des small caps, qui restent de bonne facture, et leur contre-performance boursière s'explique essentiellement par des sorties de capitaux massives de la classe d'actifs au profit des ETF larges caps/valeurs américaines et autres valeurs refuges.

Compte tenu de la durée historiquement longue de cette contre-performance, nous pourrions nous situer à l'aube d'un nouveau cycle de surperformance des petites capitalisations. Leur croissance supérieure et leur diversité sectorielle devrait en effet les distinguer dans un environnement économique attendu sans vigueur.

Au cours des deux dernières années, l'écart de performance entre les grandes et les petites capitalisations boursières est frappant. En effet, il atteint près de 30%, dividendes réinvestis, alors même que la croissance bénéficiaire attendue des small caps reste dans l'ensemble supérieure à la moyenne du marché (Cf. Tableau 1).

Graphique 1 : Performance indices actions sur deux ans



Source : Financière Arbevel / Bloomberg. Données au 04/10/2019.

Cette contre-performance boursière contraste avec de bonnes publications des entreprises du compartiment. Le différentiel de croissance entre les valeurs du CAC 40 et celles du CAC MS est d'environ 5% selon nos estimations. Même si, comme chaque année, les analystes révisent à la baisse ces perspectives, le différentiel de rythme bénéficiaire reste important.

Tableau 1 : Perspectives de croissance des trois indices actions France

	Croissance BPA 2019	Croissance BPA 2020
CAC 40	+5,8%	+7,7%
CAC Mid	+11,0%	+9,6%
CAC Small	+16,7%	+8,4%

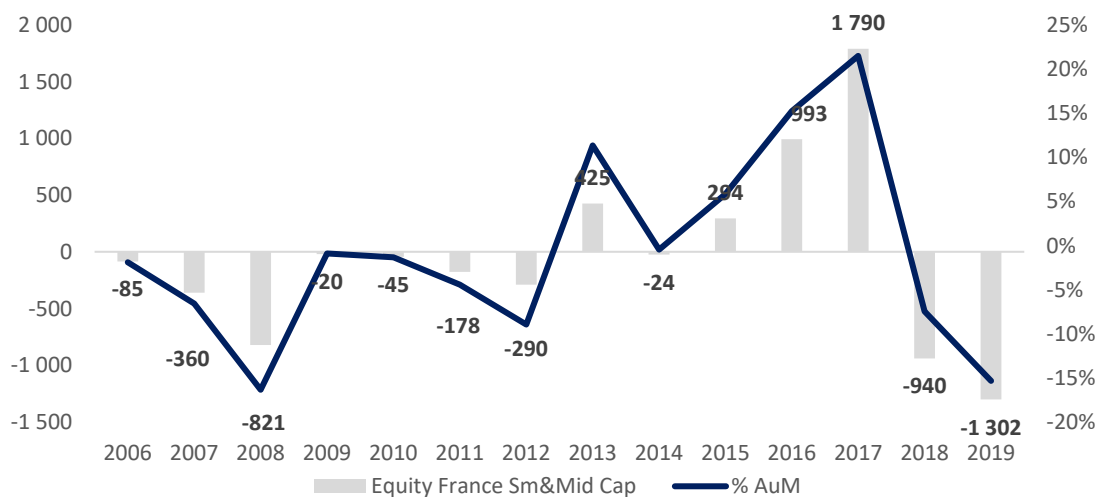
Source : Bloomberg. Données au 16/10/2019

Nous pensons que les incertitudes sur l'environnement macro-économique mondial ont, peu à peu, contaminé la psychologie des investisseurs qui, comme toujours en période instable, ont opéré un repli vers les valeurs liquides, visibles et fortement pondérées dans les indices.

Après des années de surperformance, l'active trading, stratégie de gestion visant à s'écarter des indices de références, a été contre-performante, reflétant un comportement d'aversion au risque et de refuge vers les indices et la gestion passive.

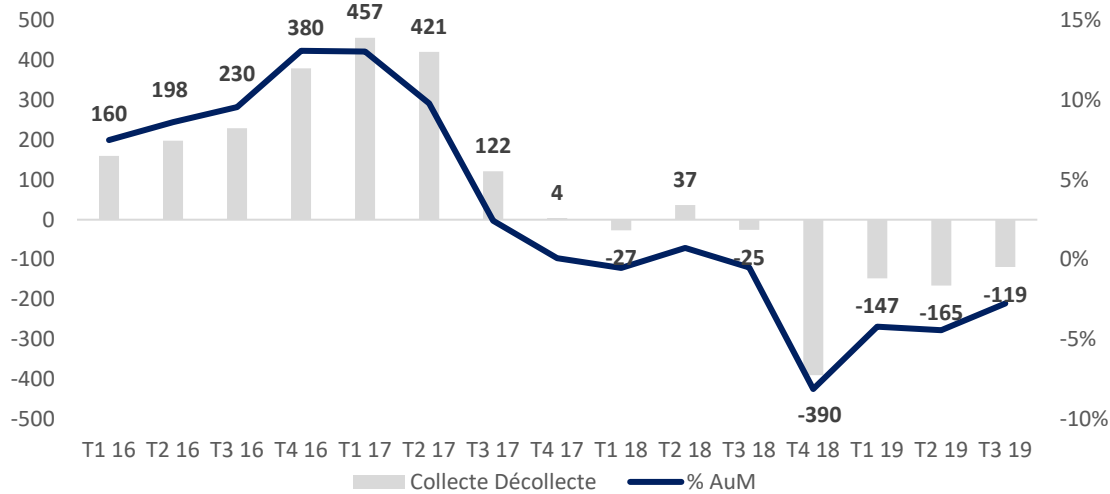
Concrètement, cette désaffection de la classe d'actif s'est traduite par des rachats importants.

Graphique 2 : Collecte / Décollecte des fonds actions France Small Mid Caps



Source : Exane, données au 30/08/2019.

Graphique 3 : Collecte / Décollecte des FCP – SICAV PEA PME :



Source : Portzamparc, données au 20/09/2019.

Cette situation de marché a créé un véritable biais de performance en fonction de la taille de la société comme le montre le graphique de performances des indices CAC Small DR et CAC MS DR depuis le début de l'année.

Le graphique ci-dessous illustre que le même écart de performance a été observé entre les small et les mid-caps, au profit de ces dernières, expliqué par l'aversion pour l'illiquidité.

Graphique 4 : Ecart de performance Mid vs Large et Small vs Mid



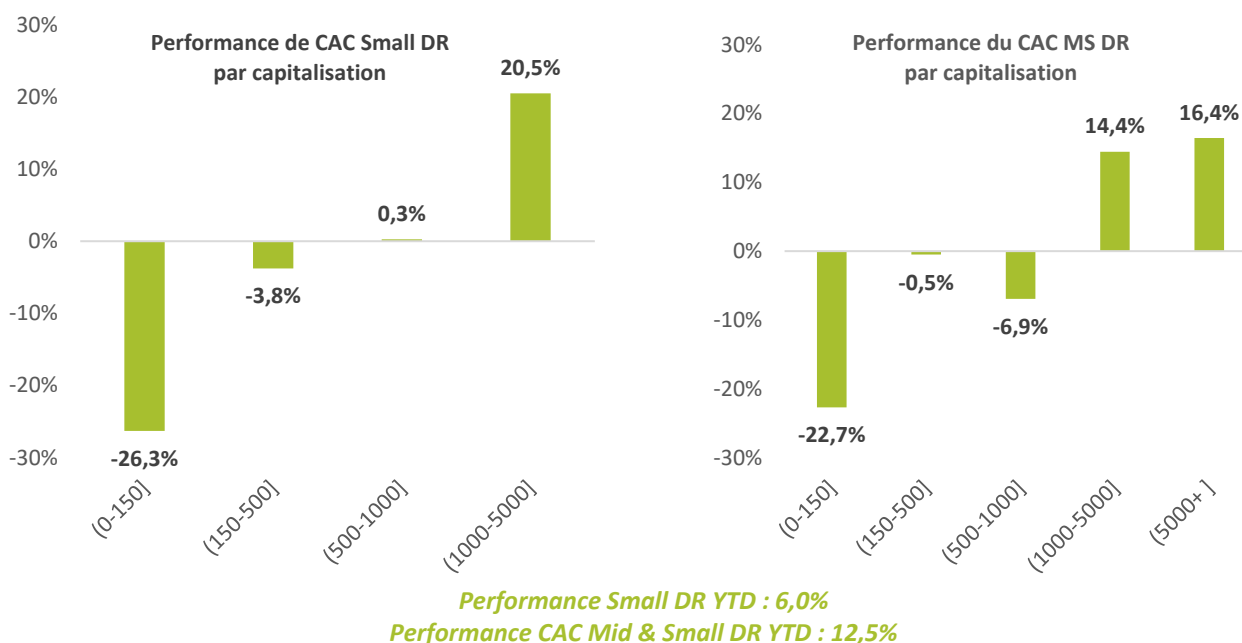
Source : Financière Arbevel / Bloomberg. Données au 11/10/2019.

Dans la partie basse du graphe ci-dessus (achat MS 190/vente CS90), on remarque que la surperformance des midcaps vs small caps sur 1 an est la plus marquée depuis 10 ans. Tant

l'amplitude du rattrapage que sa rapidité sont inégalées sur la période. La dernière période de sous performance avait duré 2 ans lors de la crise de la zone euro.

Les graphes suivants analysent les performances des indices small et midcaps depuis le début de l'année par niveau de capitalisation. Ils démontrent clairement, qu'au sein même des indices, la performance dépend directement du niveau de capitalisation. On remarque que seul le segment des capitalisations de plus de 1 milliard d'euros affiche une performance positive cette année en France. Les plus petites capitalisations sous-performent nettement.

Graphique 5 : Performance par taille de capitalisation



Source : Financière Arbevel / Bloomberg. Données au 04/10/2019.

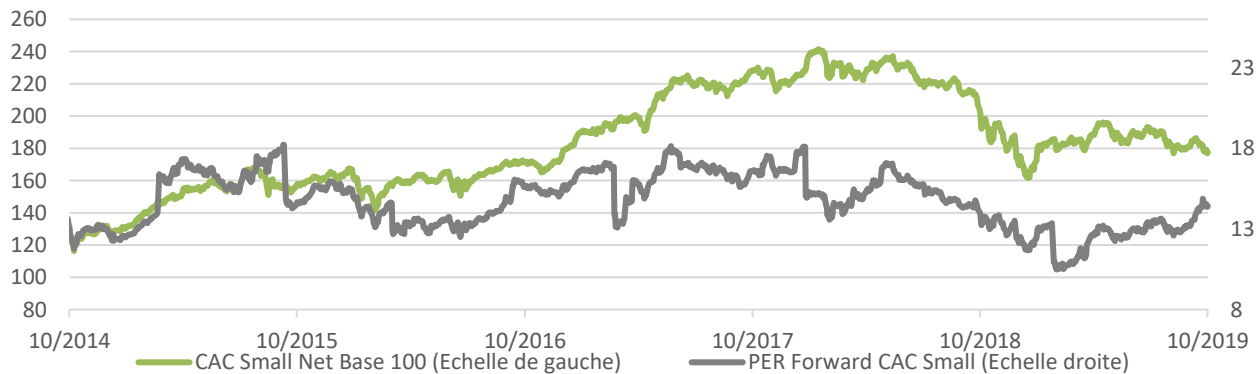
Ce comportement de marché, cumulé aux incertitudes géopolitiques, n'incite évidemment pas à la prise de risque et à l'active trading hors indice, marque de fabrique des fonds de stock-picking.

Les valorisations attractives qui en résultent renforcent l'opportunité d'investissement de cette classe d'actif, à condition, évidemment, que la valorisation redevienne un critère objectif dans un monde de taux négatifs. Nous en concluons deux éléments :

1. Les petites capitalisations offrent de bons points d'entrée en termes de valorisation si on exclut une récession forte, ce qui est notre cas.
2. Le niveau d'entrée est aussi attractif relativement aux larges caps (Cf. Tableau 1) et au private equity, où l'on voit régulièrement des opérations entre 12x et 15x l'EBITDA (indice Argos à 10x).

Ce niveau d'entrée paraît extrêmement attractif par rapport aux cinq dernières années.

Graphique 6 : Performance du segment CAC Small



Source : Financière Arbevel / Bloomberg. Données au 10/10/2019.

Pourquoi revenir sur les marchés actions européens ?

L'environnement est moins dégradé qu'il n'y paraît.

- **La récession manufacturière en cours a sans doute touché un point bas**

Une amélioration de la dynamique industrielle nous semble possible.

La guerre commerciale a connu une phase d'accélération au cours de l'an passé. En effet, l'Europe semblait d'abord être seule à souffrir tandis que les économies chinoise et américaine paraissaient en bonne santé en début d'année. Ce contexte ne nécessitait pas la conclusion rapide d'un accord. Depuis quelques mois, la situation s'inverse et ce sont désormais les économies américaine et asiatique qui sont scrutées à la loupe par les investisseurs. Désormais, les négociateurs semblent bien plus motivés pour arriver à un accord commercial.

Avec une guerre commerciale en cours et de grandes difficultés sur le secteur de l'automobile, le secteur industriel « tire la langue ». Pourtant, avec des effets de base désormais bien plus faciles, le secteur automobile devrait se reprendre, inversant ses effets indirects (entre autres sur le segment des semi-conducteurs).

- **Sa diffusion au reste de l'économie s'affaiblit inexorablement**

Certains s'étonnent de la résilience de la croissance des services face à la dégradation des secteurs manufacturiers. Ils oublient sans doute un changement structurel des dernières années sur le marché du travail : le vieillissement de la population entraîne une baisse structurelle du chômage. Avec deux retraités pour un arrivant sur le marché de l'emploi, le rapport de force apparaît désormais à l'avantage du salarié, comme nos rendez-vous avec les entreprises le confirment.

Sans plans de licenciement massifs, la consommation se tient bien, et explique la divergence entre le PIB manufacturier et celui des services.

- **Le secteur des services connaît une mutation qui amortit les cycles**

De plus, l'évolution du secteur des services est lui aussi sociétal. En migrant vers un fonctionnement massif par abonnement (Netflix, Spotify, Windows 365 etc...), les dépenses sont de plus en plus

récurrentes. Ainsi en cas de période économiquement moins faste, la résilience est nettement plus forte et les cycles moins violents.

Ce mode de fonctionnement crée une plus forte lisibilité sur les prix, une concurrence accrue, et en conséquence de la déflation.

Il faut donc accepter l'hypothèse d'une croissance durablement plus faible, moins cyclique, et une inflation limitée. Et ainsi investir sur des sociétés ayant une vraie valeur ajoutée et du « pricing power ».

- **La relance budgétaire sera verte**

Les relances quasi-mensuelles de la Banque Centrale Européenne n'y font rien. Malgré des taux très bas (voire négatifs), les états ont refusé de s'engager vers une relance budgétaire massive.

Rien de très surprenant, les états qui en auraient l'utilité n'en ont pas les moyens (Espagne, Portugal, Italie...) et ceux qui en ont les moyens ont du mal à l'envisager (pour les allemands, l'économie est massivement liée aux exportations... qui sont bien sûr moins faciles à relancer par le biais budgétaire sauf à subventionner les consommateurs étrangers ...).

La donne semble être en train de changer structurellement en vertu de deux éléments :

- Les acteurs commencent à acter des taux longs très bas sur le long terme, donnant une lisibilité aux réformes
- Les mentalités sur le changement climatique évoluent à une vitesse inattendue.

Après tout, comment expliquer à un jeune en Europe qu'il ne faut pas emprunter à taux négatif pour la transition énergétique ? Le concept de dette semble si faible face à l'habitabilité de la planète...

En conséquence, une bonne surprise liée à des plans de relance environnementaux de plus en plus importants doit être envisagée.

Comment Pluvalca France Small Caps s'inscrit-il dans ce nouveau paradigme ?

Une surpondération sur des secteurs porteurs

Pluvalca France Small Caps est un fonds de stock-picking dont la gestion est fondée sur des convictions se rattachant essentiellement à des thématiques de croissance structurelle. Parallèlement, il investit de façon opportuniste dans des sociétés en retournement en fonction du cycle économique.

Depuis quelques années, nous avons surpondéré le secteur des technologies de l'information qui nous paraît au cœur des tendances développées ci-dessus. Cette thématique, déclinée des éditeurs de logiciels aux sociétés de conseils, a été très créatrice de valeur pendant des années mais a pénalisé le fonds au deuxième semestre, sur fond d'incertitudes en Allemagne et de ralentissement de la demande bancaire. Nous avons réduit notre exposition mais cela reste une thématique importante selon nous.

Le secteur des semi-conducteurs a fortement contribué à la performance du fonds. La pénétration des semi-conducteurs augmente avec la montée en gamme des smart phones, avec les véhicules à conduite assistée, et les besoins de calculs liés à l'intelligence artificielle.

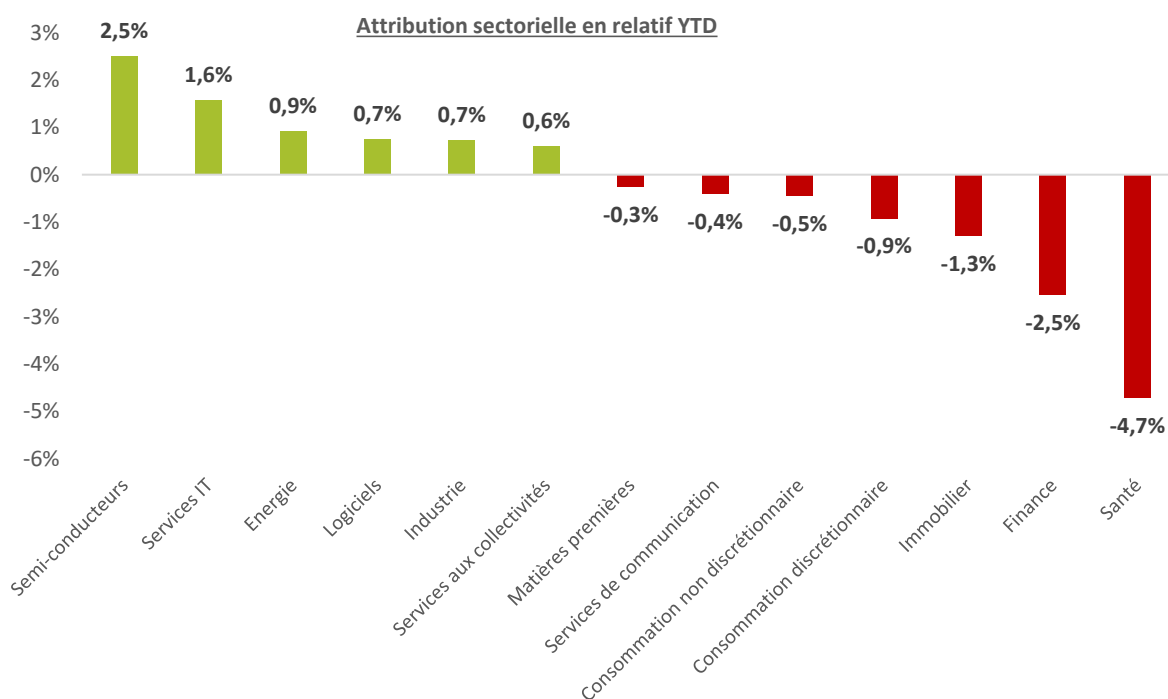
Le secteur des services pétroliers offre de belles opportunités de croissance, après une phase de sous-investissement par les majors soucieuses de reconstituer leur cash. Le secteur sismique s'est restructuré et se prépare à une forte accélération de la demande.

La gestion est résolument opportuniste au niveau des secteurs. Par conséquent, nous disposons d'une réelle flexibilité au sein de notre gestion et nous nous réservons la possibilité de pouvoir changer de secteurs / thématiques si nous pensons que c'est préférable.

Le secteur de la santé a une contribution négative en absolu et en relatif ; en absolu avec la forte contreperformance du secteur des biotechnologies (aujourd'hui moins de 4% du fonds) et la baisse de Ipsen depuis quelques mois.

Nous sommes également absents du secteur financier qui a bien performé en 2019.

Graphique 7 : Attribution sectorielle du fonds YTD



Source : Financière Arbevel / Bloomberg. Données au 04/10/2019.

Un potentiel important sur les plus petites capitalisations

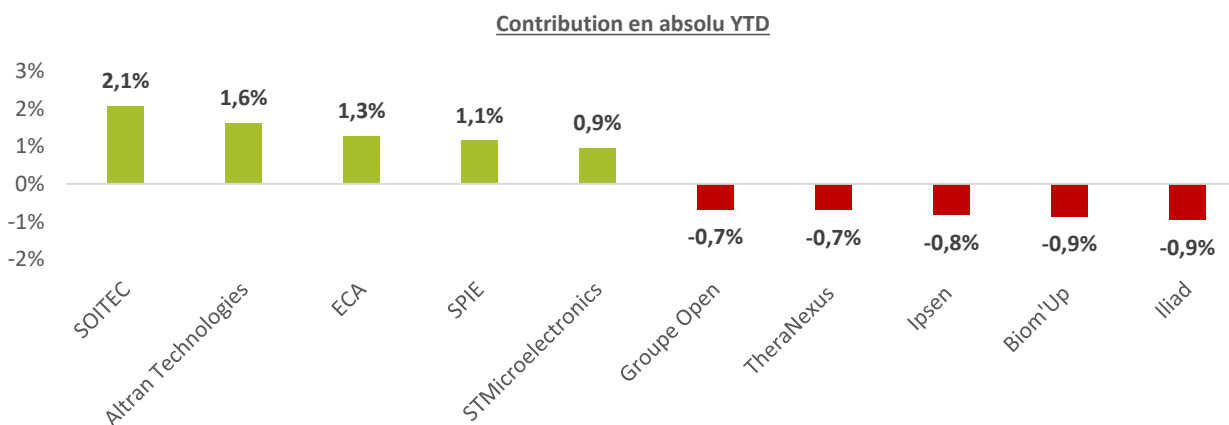
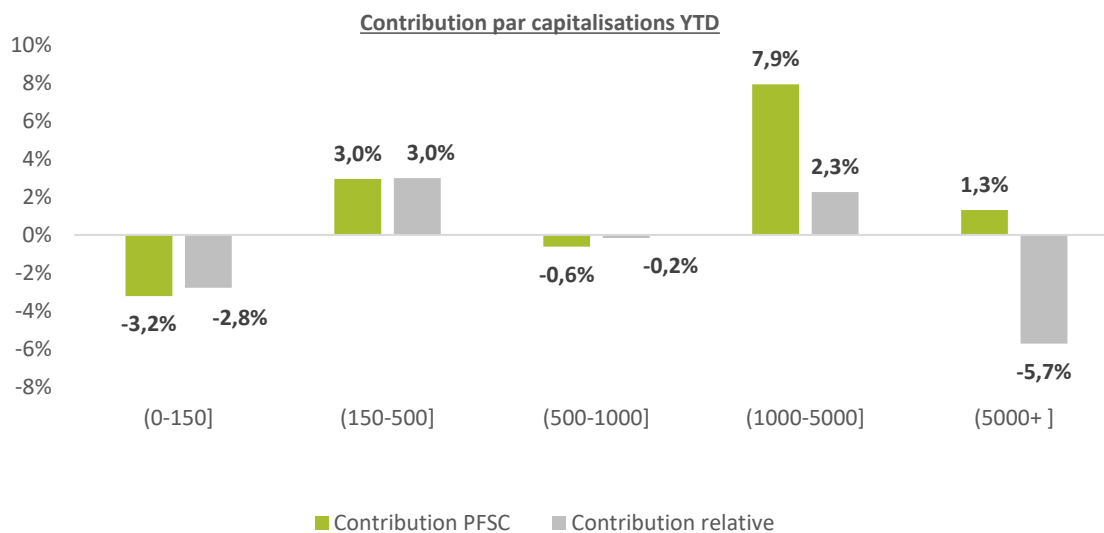
Parallèlement, Pluvalca France Small Caps a la particularité d'avoir 25% (au 30/09/2019) de son actif net investi sur des capitalisations inférieures à 500 M€. Cette particularité est pénalisante depuis cet été. A l'inverse, le fonds est sous-pondéré sur les capitalisations au-delà de 5 Mds€, segment qui apparaît comme le plus performant depuis quelques mois.

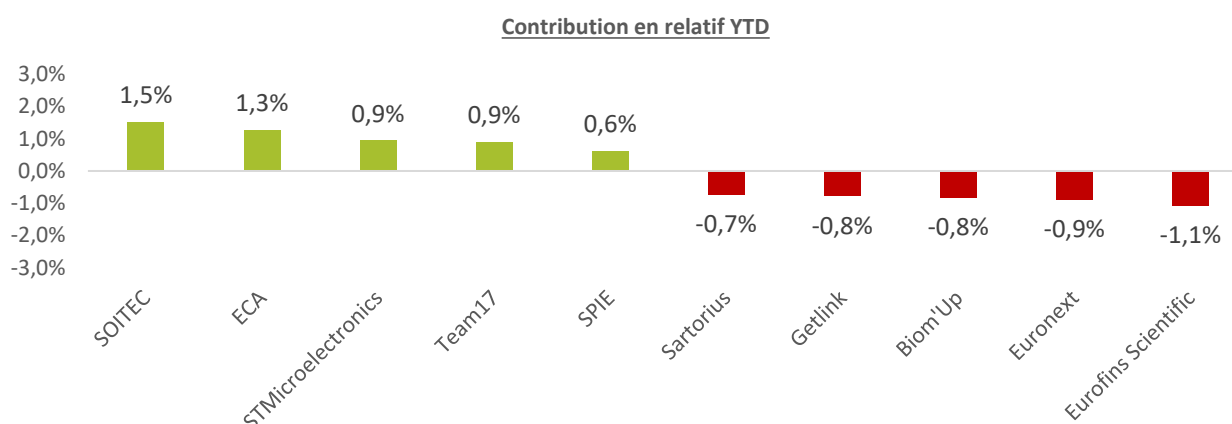
Nous avons en partie anticipé ce mouvement depuis fin 2017 mais insuffisamment compte tenu de la sous performance des plus petites sociétés.

	déc.-17	mars.-18	juin.-18	sept.-18	déc.-18	mars.-19	juin.-19	sept.-19
Capitalisation médiane (millions €)	654	749	788	723	537	824	899	1 072
Poids Top 10	24,2%	23,3%	24,8%	25,5%	30,6%	26,9%	27,1%	29,9%
Nb de lignes	68	93	92	83	69	71	68	64
Liquidités	2%	2%	2%	5%	5%	4%	3%	2%

Source : Financière Arbevel. Données au 30/09/2019.

Les tableaux suivants identifient clairement que la principale cause de sous-performance du fonds par rapport à son indice de référence est liée à sa sous pondération dans les capitalisations supérieures à 5 milliards et à son exposition aux plus petites sociétés.





Source : Financière Arbevel / Bloomberg. Données au 04/10/2019.

Comme indiqué précédemment, les principaux contributeurs cette année sont essentiellement liés au secteur de la technologie quand les détracteurs se trouvent dans le secteur de la santé. **IPSEN** et **ILIAD** ont été achetées après des baisses déjà conséquentes, mais trop tôt. Nous maintenons nos positions à ce stade.

On remarquera que les principaux détracteurs en relatif sont principalement des sociétés que nous ne détenons pas ou plus qui ont bénéficié d'une prime à la croissance visible que nous jugeons trop élevée depuis quelque temps.

Un fonds équilibré et diversifié en tailles de capitalisation, en secteurs et en thématiques.

Nous gérons le fonds sur la base d'un processus rigoureux faisant intervenir une dizaine d'analystes gérants qui rencontrent des sociétés au quotidien (plus de 1 000 rencontres par an).

Le fonds est resté équilibré entre thématiques structurelles (**ORPEA** puis **KORIAN**, **RUBIS** ...) et opportunités (**CGG**, **SOITEC**, **ECA**, **ATOS** ...). Il est également équilibré en termes d'expositions sectorielles et de tailles de sociétés.

Tableau 2 : Top 10 du fonds Pluvalca France Small Caps

Titres	Poids	Perf YTD	MkCap M€	Thème d'investissement
RUBIS	4,3%	11,3%	5 094 €	Forte expertise en matière de croissance externe dans l'aval pétrolier
KORIAN	3,5%	19,2%	2 955 €	Vieillesse de la population
SWORD	3,1%	1,9%	296 €	La cession de Sword Apak reflète une valorisation faible de l'activité Services en croissance dynamique.
CGG	3,0%	72,3%	1 419 €	Groupe de service parapétrolier leader dans le traitement de données géo-sismique, la transition amorcée par la nouvelle PDG devrait permettre une revalorisation du groupe dans un contexte de reprise des investissements par les majors
SOITEC	2,9%	79,3%	2 994 €	Une valorisation ne reflétant pas encore tout le potentiel du FD SOI
IPSEN	2,9%	-22,6%	8 691 €	Succès de son blockbuster Somatuline, multiplication des indications oncologiques pour Cabometyx, génération de cash qui permet d'envisager la poursuite des acquisition
ILIAD	2,8%	-31,4%	5 546 €	Valorisation attractive dans un marché qui stabilise.

SPIE	2,7%	53,1%	2 617 €	Leader européen des services pour l'énergie et les communications disposant d'une croissance organique solide et d'une acquisition transformante en Allemagne
ELIS	2,5%	5,7%	3 704 €	Leader dans la prestation multi-services avec des synergies liées à sa récente acquisition
ECA	2,4%	155,6%	204 €	Gain du contrat de référence auprès de la marine belge sur les chasseurs de mines en partenariat avec Naval Group ; contrat très significatif et offrant au groupe de nouveaux débouchés commerciaux
Total	29,9%			

Source : Financière Arbevel. Données au 30/09/2019.

Nous sommes vigilants et restons très proches des sociétés afin de déceler un changement de paradigme le mieux possible.

Nous restons confiants dans les fondamentaux des entreprises du portefeuille en général. Les niveaux de valorisation actuels et attractifs anticipent, selon nous, d'avantage une récession des résultats qu'un ralentissement.

Pluvalca France Small Caps se valorise 11.3x EBITDA 19e et 16.1x PER 19e pour une croissance médiane des résultats de 6.5%. Nous considérons que de nombreuses small caps n'ont pas atteint la rentabilité normative car elles investissent pour la croissance, pesant sur les résultats à court terme.

Nous disposons toujours d'un réservoir d'idées important sur des secteurs variés. A titre d'exemple, nous avons identifié 3 sociétés aux profils différents.

CGG

Après une augmentation de capital majeure en 2018, la nouvelle PDG a su convaincre le marché en annonçant un virage stratégique pour le groupe. Tout d'abord, CGG a cédé son activité d'acquisition de données, à forte intensité capitalistique. Le management a également dévoilé une feuille de route jusqu'à 2021 sur ses deux activités centrales, à savoir un positionnement unique dans l'analyse de données géo-sismiques, et la conception de matériels d'acquisition. Malgré le rally boursier justifié par les très bons résultats, trimestre après trimestre, nous continuons de penser que la valeur boursière est encore loin de ses fondamentaux (valorisation en somme des parties, multiple d'EBE pour Sercel et SIR, d'actif net pour Multi-Clients).

ATOS

La baisse des ventes d'infrastructures depuis plusieurs trimestres semble aujourd'hui se stabiliser, sous l'effet d'une accélération des nouvelles solutions hybrides. De plus, l'intégration de Syntel, société rachetée en 2018, se poursuit et a permis au groupe de gagner de nouveaux contrats aux USA. Nous pensons que la compression des multiples subie au cours des derniers trimestres n'est pas justifiée. **Pour 2020, le PER est désormais de 7, à comparer à une moyenne historique plus proche de 9X, tandis que le rendement des FCF est désormais supérieur à 10%.** La cession en cours de leur participation dans Worldline devrait leur permettre d'assainir leur bilan pour se recentrer sur des activités à fort potentiel de croissance, comme la cybersécurité. Cela milite pour une revalorisation du titre.

ECA

En début d'année, ECA a remporté un contrat majeur dans la guerre des mines auprès des marines belge et hollandaise. Ce contrat de 450 M€ sur 10 ans est très structurant pour le groupe et devrait lui offrir un tremplin pour de nouveaux débouchés commerciaux massifs dans la robotique, les marines belge et hollandaise faisant référence dans ce domaine. Le cours d'ECA a bondi de 85% depuis l'annonce du contrat, mais nous restons convaincus dans le potentiel de revalorisation du titre au fur et à mesure que ces nouveaux débouchés se matérialiseront et maintenant que les coûts de R&D liés à ce projet (qui ont lourdement impacté la profitabilité du groupe ces dernières années) sont derrière eux. ECA, qui capitalise 230 M€ offre une visibilité exceptionnelle sur sa croissance future et le titre devrait bénéficier d'un newsflow très porteur dans les prochaines années. La valorisation actuelle, d'après nous, ne reflète pas encore tout le potentiel de croissance des résultats futurs. Si on se positionne en 2021 (début du ramp up du contrat belge), la valorisation du groupe ressort à 6.3x EBITDA seulement selon nos estimations ... alors que ces estimations nous semblent prudentes, n'intégrant pas d'autres contrats majeurs avec des marines étrangères (difficilement quantifiables à ce stade).

Achevé de rédiger par l'équipe de gestion collective le 17/10/2019.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Financière ARBEVEL. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Ces performances sont données à titre indicatif et s'apprécient à l'issue de la durée de placement recommandée.

En raison de leurs caractéristiques spécifiques, les actions des sociétés de petites et moyennes capitalisations peuvent présenter des risques pour les investisseurs. Elles présentent aussi un risque de liquidité du fait de la faiblesse éventuelle des volumes échangés sur ces valeurs. Dans ce cas, la valeur des actions peut baisser plus rapidement et plus fortement.