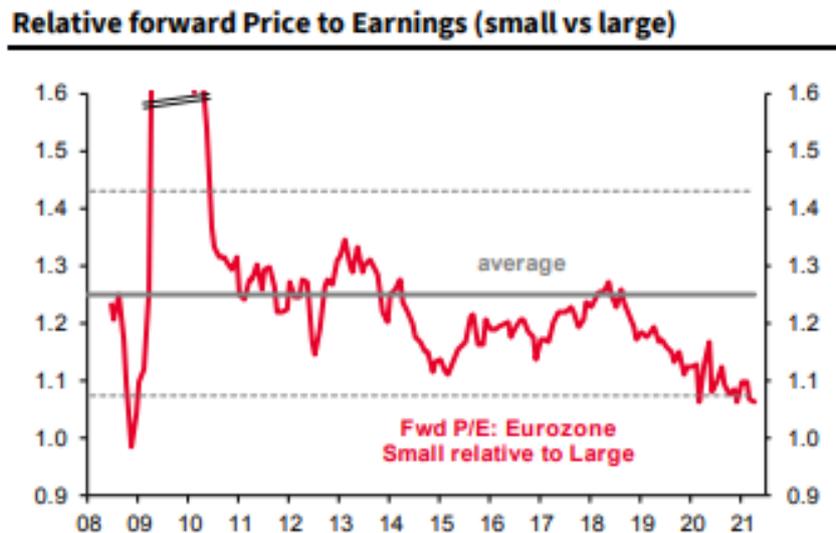


## Pourquoi la recovery entamée depuis un an sur les petites capitalisations devrait se poursuivre ?

### 1. La valorisation

Contrairement à ce que l'on peut constater sur la majorité des indices composés de grandes valeurs, les petites capitalisations se traitent actuellement sur des niveaux de valorisations attractifs, en relatif aux Larges Caps.

Comme le montre ce graphique de la Société Générale, elles n'affichent (en zone Euro) qu'une prime de 7% par rapport aux grandes capitalisations alors que la moyenne depuis 2008 se situe autour de 25%



Concernant les valeurs françaises, le CAC Small affiche un ratio PER 2022 (Price Earnings Ratio) de 14.7x alors même que celui du CAC40, est de 15.7x

En s'appuyant sur les hypothèses de croissance des bénéfices par action de respectivement 25% et 14% pour le CAC Small et le CAC 40, les petites valeurs se valoriseraient actuellement avec une décote ! Point suffisamment rare pour être souligné.

### 2. Les performances

L'investissement dans une Small Cap se doit d'être considéré sur longue période. En effet, la structuration d'une société se fait en plusieurs étapes et nécessite parfois du temps avant qu'elle ne se traduise dans les cours. Pour autant, l'écart de performances entre l'indice des petites valeurs et celui des grandes est sans équivoque, 82% de plus pour le CAC Small sur les 16 dernières années !

Par ailleurs, il est à noter que cette performance prend en compte les dividendes, tout en sachant que les grandes entreprises reversent à leurs actionnaires un rendement du dividende historiquement plus élevé. Nous estimons pour notre part qu'il est plus intéressant de ré-investir le résultat net dans la croissance de demain.



*L'historique Bloomberg ne permet pas de revenir à l'historique dividendes réinvestis avant 2005*

a. Un excellent début d'année

Dans le prolongement de ce que nous avons observé en 2020, les petites capitalisations françaises surperforment depuis le début d'année. La composition cyclique de l'indice a, dans un premier temps, très bien réagi aux anticipations de reprise économique avant de fléchir légèrement (depuis le début du mois de mai), à cause de la rotation sectorielle en cours. La hausse des taux que nous connaissons a impacté les valeurs technologiques, davantage présentes sur ce segment de la cote et notamment favorisé les valeurs financières, qui en sont absentes.

b. la liquidité - les flux

La liquidité de marché est un facteur de risque pour tout investisseur « pressé ». En tout état de cause, il n'y a pas de stress actuellement sur l'univers Small Cap Françaises.

Après des années de collectes fortement positives sur la période 2015-2017, le marché s'est effondré en 2018-2019 avec des sorties de capitaux sur ce segment, de l'ordre de 5 milliards d'euros en moins de deux années (près de 25% du stock).

L'année 2020 marque un virage important. Après des premiers mois de sorties nettes, celles-ci ont commencé à ralentir dès le mois d'avril jusqu'à se transformer en flux positifs depuis l'été dernier permettant un solde stable sur l'année et en progression depuis début 2021.

Les investisseurs s'intéressent donc à nouveau à cette catégorie d'actions, mais nous ne sommes toutefois qu'au début du mouvement. A ce titre, nous pouvons noter un signe intéressant, les gérants de fonds « toutes tailles de capitalisations », qui ont l'habitude d'aller chercher de la performance sur cet univers, mais qui s'en étaient éloignés depuis 2018, commencent à revenir très progressivement depuis quelques mois.

### **3. Qu'est ce que les petites capitalisations offrent de plus ?**

#### a. Simplicité des business model

Dans la majorité des cas, les petites sociétés se concentrent sur un seul métier, ce sont souvent des acteurs de niche. Ainsi, le business model de ces valeurs est plus facilement compréhensible, plus aisé à suivre dans l'analyse des comptes et dans le suivi du développement de chaque business unit.

A l'inverse, le manque de diversification comparé aux grandes valeurs, qui ont parfois plusieurs métiers, plusieurs activités, amène à davantage de volatilité.

#### b. La croissance

Les petites sociétés ont souvent démontré des capacités à se développer beaucoup plus rapidement que les grandes. Cela s'explique notamment par un circuit de prises de décision plus courts, les entrepreneurs/fondateurs étant généralement les décisionnaires et les principaux actionnaires. Par ailleurs, ils savent souvent se montrer plus opportunistes car connaissent extrêmement bien leur marché. La croissance du chiffre d'affaires est souvent couplée à une amélioration des résultats. Grâce à des frais de « structure » souvent moindres, elles bénéficient de leviers opérationnels plus importants.

#### c. La volatilité

Ce segment est moins volatil, excepté durant les périodes de fortes turbulences économiques qui impactent de fait la liquidité du marché des Smalls Cap.

Intrinsèquement, une action de PME-ETI est plus volatile que celle d'une grande capitalisation, ce qui ne se vérifie pas nécessairement sur un indice ou un portefeuille. Effectivement, le segment montre davantage de diversité sectorielle dans sa composition et tous les secteurs ne réagissent pas de la même manière à l'environnement économique. Par ailleurs, l'univers est difficilement répliquable par des ETF qui fluctuent davantage avec la macro-économie.

#### d. Les opérations financières

Très fréquentes sur ce segment de la cote, elles permettent de bénéficier de fortes primes (OPA, retrait de la cote, rachat d'actions...). Pour les grandes sociétés, le but est bien souvent d'accélérer leur croissance en allant chercher des « niches » qui nécessiteraient du temps et des développements et des investissements importants sans croissance externe.

### **4. Pourquoi s'intéresser à Keren Essentiels ?**

Lancé en 2012, Keren Essentiels a d'abord séduit les investisseurs par de très belles performances entre 2012 et 2017, avant de subir un contrecoup lié à sa structure entre 2018 et début 2020. Depuis un an, le fonds progresse de 65% et plus de 11% depuis le début de l'année.

L'arrivée de Stéphane Pasqualetti en février 2020, correspond à un rééquilibrage de la structure du fonds afin de mieux maîtriser les risques liés à la liquidité et aux mouvements de flux de cette classe d'actifs tout en préservant son biais micro/small France.

La sélection des titres est aujourd'hui réalisée en étroite collaboration avec l'analyste, Raphael Veverka, au travers d'analyses fondamentales mais aussi de rencontres avec les dirigeants de sociétés : autour de 500/an.

Le portefeuille est bien entendu composé de valeurs de croissance comme SOITEC (Semi-conducteurs) ou SES IMAGOTAG (Leader mondial de l'étiquette électronique en magasin) dont les perspectives sont éblouissantes (30% de croissance annuelle) mais comme elles affichent parfois des valorisations élevées nous avons diversifié nos investissements. Ainsi, nous allons donc naturellement les associer à des valeurs que nous pouvons qualifier de « Value » à l'image de FOUNTAINE PAJOT (Catamarans) qui a une faible valorisation (6x le résultat opérationnel 2022e) et pourtant des perspectives encourageantes (10% de croissance).

Le portefeuille est également composé de valeurs « momentum » à l'image de celles que nous avons rentré un peu avant les annonces de vaccins comme GL EVENTS (Evènementiel) ou KINEPOLIS (Exploitant de cinémas).

L'objectif d'une gestion de convictions comme la nôtre est bien entendu de générer de la performance à travers notre sélection de titres (l'alpha) et ainsi ne pas toujours suivre la tendance. Cela impose d'être discipliné dans le respect de son processus d'investissement et de se montrer contrariant pour générer de la performance sur le moyen/long terme.

Au cœur de cette période de publications, nous constatons que les discours des dirigeants sont redevenus très positifs, après des prévisions de début d'année qui étaient davantage conservatrices (incertitudes liées aux Covid).

Par ailleurs, nous sommes convaincus que des opérations capitalistiques feront jour au sein du portefeuille, où les primes tournent généralement autour de 30% !

*Achévé de rédigé le 21/05/21 par Stéphane Pasqualetti*

*Cette communication est diffusée exclusivement à l'attention des professionnels, à titre d'information uniquement, ne constitue ni une proposition d'investissement, ni une autre forme de conseil aux investisseurs. Rédigé le 21.05.21 Les opinions exprimées dans ce document représentent le sentiment de l'auteur au jour de son édition. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les informations et opinions de Keren Finance peuvent être modifiées sans préavis de notre part. Ce document est basé sur des informations considérées comme fiables par Keren Finance. Néanmoins, Keren Finance ne peut s'engager sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Avant d'investir, consulter au préalable le descriptif complet et exact des caractéristiques des fonds et des risques associés disponible dans le prospectus et le DICI du FCP sur notre site internet, [www.kerenfinance.com](http://www.kerenfinance.com) ou sur simple demande auprès de la société Keren Finance, 178 boulevard Haussmann, 75008 Paris - tel: 01 45 02 49 00 Fax: 01 45 02 88 15. Publié par Keren Finance, 178 boulevard Haussmann, 75008 Paris. [www.kerenfinance.com](http://www.kerenfinance.com)*