

## Note de conjoncture de Raphaël Veverka

### Des marchés qui rebondissent...mais des Small qui ne rattrapent pas le retard de 2018

Après une fin d'année 2018 particulièrement difficile sur les marchés, le début 2019 marque un net rebond. Le CAC40 est en hausse de plus de 16%, effaçant ainsi complètement la baisse de l'année dernière. A ce titre, le premier trimestre s'inscrit à l'exact opposé de 2018.

- D'une part, les progrès marqués dans les discussions sino-américaines permettent d'envisager un accord sur les prochains mois, alors que le marché avait craint une guerre commerciale l'année dernière.
- D'autre part, un changement radical dans le discours de la Réserve Fédérale américaine laisse entrevoir une politique monétaire finalement beaucoup plus accommodante qu'attendue sur le reste de l'année.
- Enfin malgré une situation politique qui reste pour le moins confuse, l'hypothèse d'un « Hard Brexit » semble de moins en moins probable du point de vue du marché.

Cette détente sur les marchés s'accompagne d'une baisse marquée de la volatilité, revenue sur des niveaux proches des plus bas historiques après les pics observés sur le S2 2018.

Evolution de la volatilité de l'Eurostoxx 50 sur un an



Source : Bloomberg au 16/04/2019

Néanmoins, nous observons ci-dessous que le segment des Petites & Moyennes capitalisations continue à sous-performer celui des Larges, rappelons que 2018 avait déjà été la pire année depuis plus de quinze ans en terme de performance relative (-27% sur le CAC Small vs. -10,95% pour le CAC40).

## Evolution des indices français par taille de capitalisation sur un an



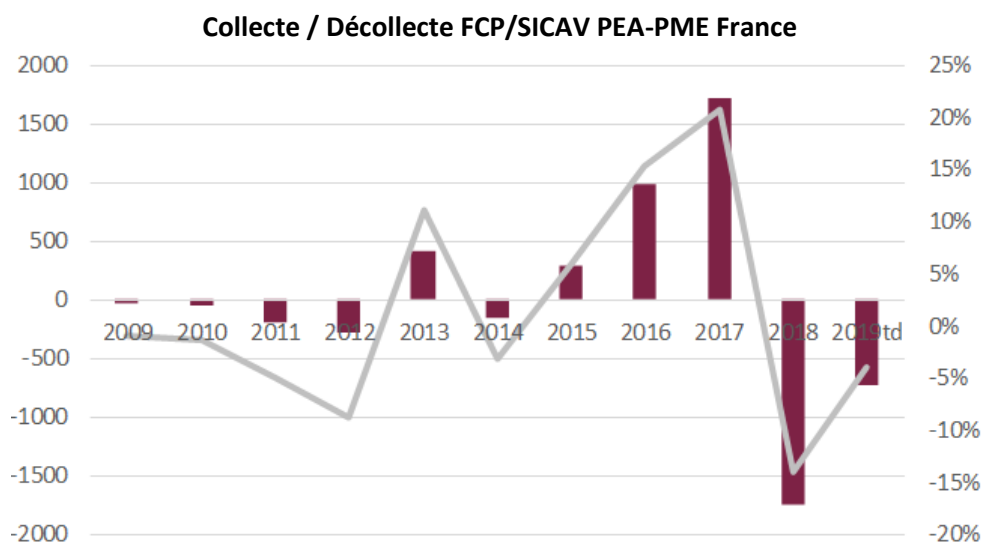
Source : Bloomberg au 16/04/2019

### Des flux qui continuent à fortement pénaliser les plus petites capitalisations

Le rebond de marché s'est fait dans des volumes relativement faibles, les fonds actions au niveau global (et en Europe en particulier) ayant dans l'ensemble subi une décollecte nette sur le premier trimestre.

Ce phénomène reste particulièrement important sur le segment des Small & Mid caps. Si 2018 avait été marquée par des rachats massifs (environ 1.7 milliard€, soit près de 15% des actifs, pour l'ensemble des fonds Small & Mid Caps France), le début 2019 n'a pas montré d'inflexion de tendance.

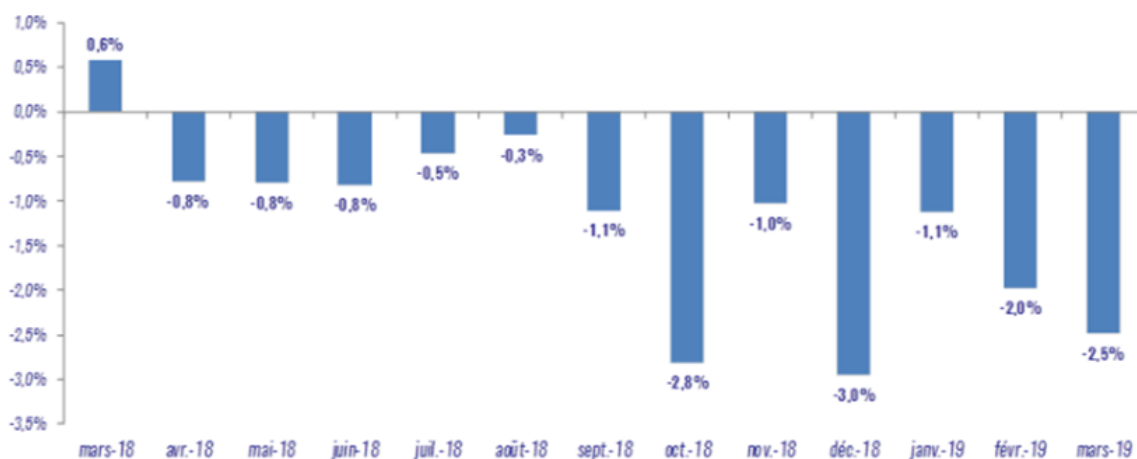
Ainsi, les rachats sur cette classe (fonds France uniquement) atteignent près de 750M€ (source Portzamparc) sur les trois premiers mois de l'année (près de 5% de l'encours à fin 2018), soit un rythme finalement comparable au T4 2018.



Source : Portzamparc / AMF au 29/03/2019

Après une relative accalmie sur janvier, la reprise de ce mouvement sur février et mars laisse penser que de nombreux investisseurs ont profité du rebond pour réduire leur exposition à la classe d'actifs.

### Collecte / Décollecte FCP/SICAV Mid&Small + PEA-PME France Mars 2019 -2,5% par rapport à février 2019

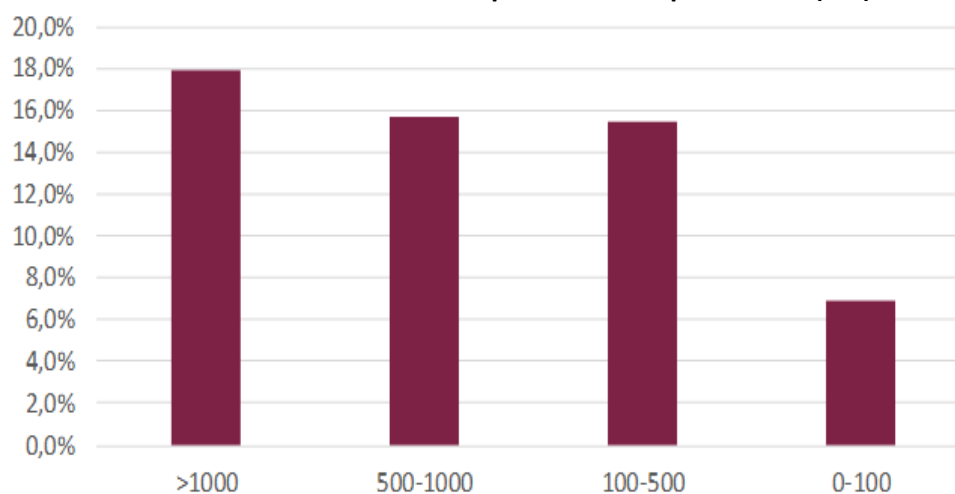


Sources: Portzamparc / AMF, 155 fonds (Encours global au 29/03/2019 de 12,8Mds€)

Un tel mouvement au niveau des flux peut sembler difficile à réconcilier avec le rebond des indices. En effet, compte tenu du manque de visibilité, les investisseurs continuent à privilégier les valeurs les plus liquides, qui la plupart du temps correspondent aux plus grosses pondérations des indices. A l'inverse, les valeurs les moins liquides continuent d'être délaissées. Cela est particulièrement visible sur le segment des micro-caps.

Au sein même de l'indice CAC Small, on relève un écart de performance de plus de 10 points entre les valeurs aux capitalisations les plus faibles (<100M€) et les plus larges (>1000M€) depuis le début d'année. Ainsi, sur des titres par définition peu liquides, quelques flux sortant peuvent suffire à peser significativement sur les cours.

### CAC Small - Performance 2019 par taille de capitalisation (M€)



Source : Bloomberg au 16/04/2019

## Des valeurs dites de « croissance défensive » qui restent privilégiées pour le moment

Aussi, les investisseurs continuent de privilégier les valeurs dites de qualité, offrant une meilleure visibilité sur la croissance, au détriment de valeurs plus cycliques. Pourtant, l'écart de valorisation entre ces deux types de valeur tutoie les plus hauts depuis fin 2008 quand le contexte macro-économique était nettement plus incertain.

Les récents indicateurs économiques ne donnent pas de raison de penser à un retournement de tendance à court terme.



Source : Citi Research au 11/04/2019

### Sous-performance de Keren Essentiels dans ce contexte

Depuis sa création, Keren Essentiels a toujours privilégié le segment des petites capitalisations, avec une logique de sélection de titres en se basant sur une approche fondamentale fondée sur l'analyse des sociétés et les rencontres avec le management.

Avec notamment une forte exposition en micro capitalisations (**capitalisation médiane de 147M€**, 51% de l'actif investi sur des capitalisations <200M€), Keren Essentiels (+9.40% au 17/04/2019) sous performe mécaniquement les indices depuis le début de l'année.

Le moteur des flux, qui avait fortement contribué à porter la classe d'actifs entre 2015 et 2017, est donc resté un frein sur ce début d'année. Dans une moindre mesure, certains titres « value » ont également pesé sur la performance en raison de doutes du marché sur le momentum en dépit de valorisations déjà largement décotées. Au sein de la poche micro-cap du portefeuille, un certain nombre de valeurs sous-performent voire dans certains cas sont en baisse sans raison fondamentale depuis le début d'année (e.g. Voyageurs du Monde, Artefact, Fontaine Pajot, Mediawan, Cogelec, Aures Technologie, Advicenne, Precia).

A l'inverse, certaines bonnes (voire très bonnes) publications n'ont été que peu saluées (e.g. Groupe Flo, Devoteam, Dont Nod).

Enfin, de légères déceptions, bien que selon nous déjà largement reflétées dans les cours, ont été lourdement sanctionnées sur des valeurs peu liquides (Focus Home, Ateame, Groupe Open, Vente-Unique.com).

Dans l'ensemble, la saison de résultats qui s'achève conforte nos convictions quant au potentiel des sociétés qui composent Keren Essentiels, notamment quant à leur capacité à délivrer de la croissance dans un environnement économique plus atone. Ainsi, au sein du portefeuille **nous attendons une croissance moyenne des bénéfices par action (BPA) de près de 17% sur 2019.**

Nous considérons qu'en majorité, les facteurs expliquant la sous-performance YTD de Keren Essentiels sont plus techniques que fondamentaux. Selon nous, dès que l'environnement de flux se normalisera, le potentiel de rebond sur ces valeurs par définition peu liquides pourrait être très significatif.

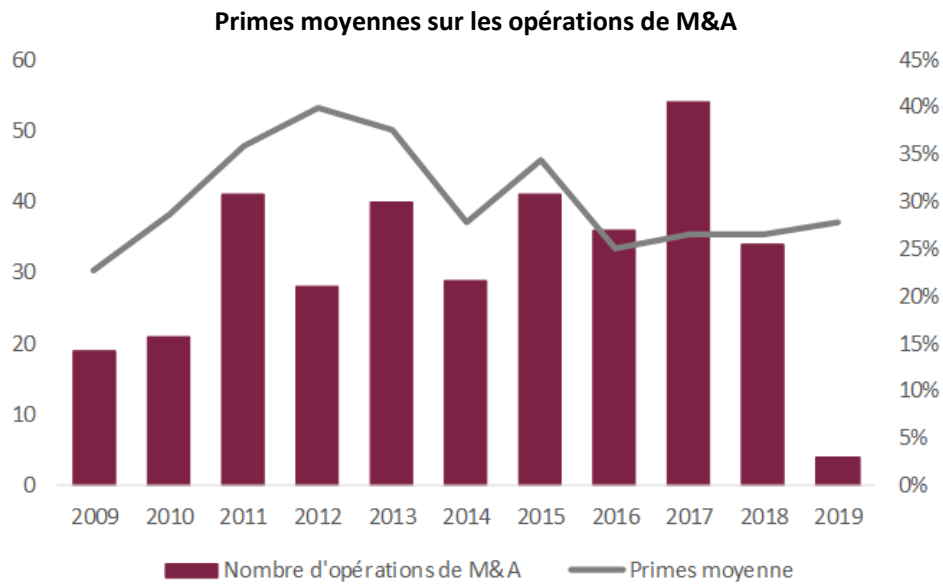
Néanmoins, notre visibilité sur le timing reste réduite. Avec près de 2.5 milliards d'€ sortis des fonds Small & Mid Cap France (soit près 20% des actifs sous gestion) sur les 10 derniers mois, on peut espérer que la majeure partie du mouvement soit désormais derrière nous.

D'ailleurs, nous notons une amélioration depuis début avril par rapport à février et mars, qui demandera tout de même à être confirmée.

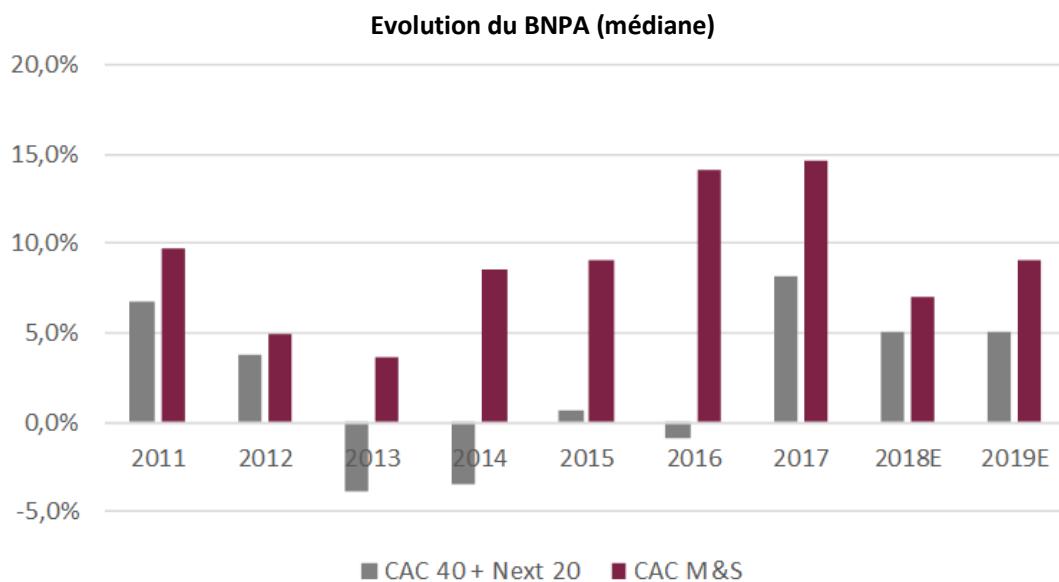
### **Les raisons d'investir dans les petites capitalisations n'ont pas changé**

Les raisons pour lesquelles le fonds Keren Essentiels a historiquement privilégié la classe des petites voire micro capitalisations n'ont pas changé :

- des valeurs peu connues et souvent mal arbitrées sur le marché,
- des sociétés capables de générer une croissance supérieure,
- La plupart du temps, un alignement des intérêts avec les dirigeants des sociétés concernées qui sont le plus souvent également actionnaires majoritaires,
- Un certain nombre d'entre elles faisant l'objet d'opérations de M&A, étant naturellement des proies pour des plus grands groupes ou des fonds.

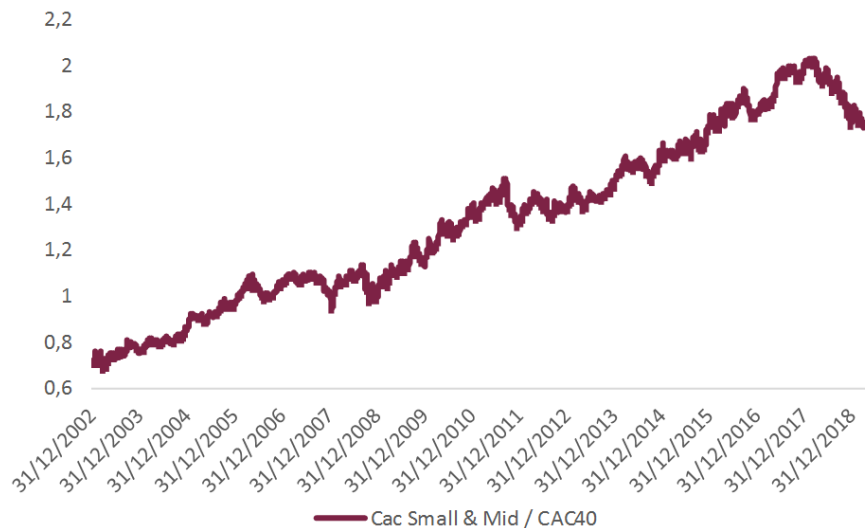


Source : ID Midcaps au 16/04/2019



Source : ID Midcaps (mars 2019)

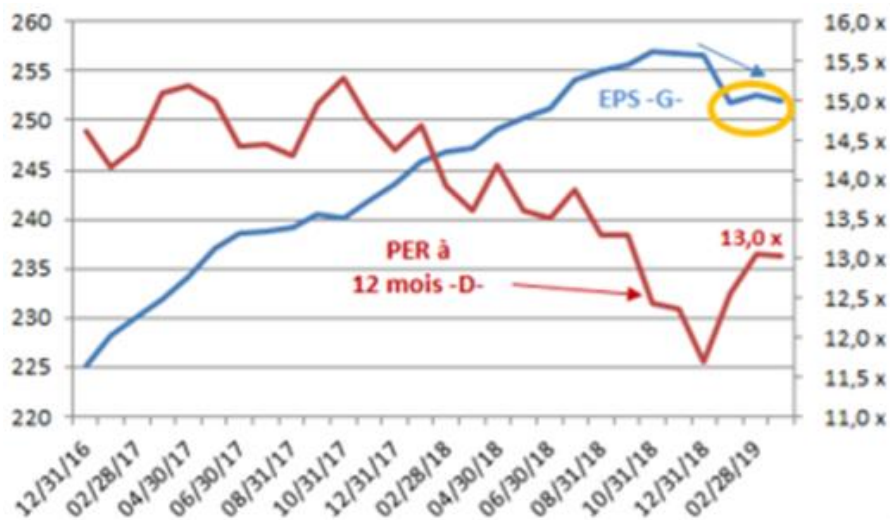
Ces raisons continuent selon nous à justifier une surperformance structurelle, sur longue période, des petites et moyennes capitalisations par rapport aux grandes.



Source : Bloomberg au 17/04/2019

### Environnement macro-économique : des risques mais également des motifs d'encouragement

Evolution du PER vs EPS de l'Eurostoxx50



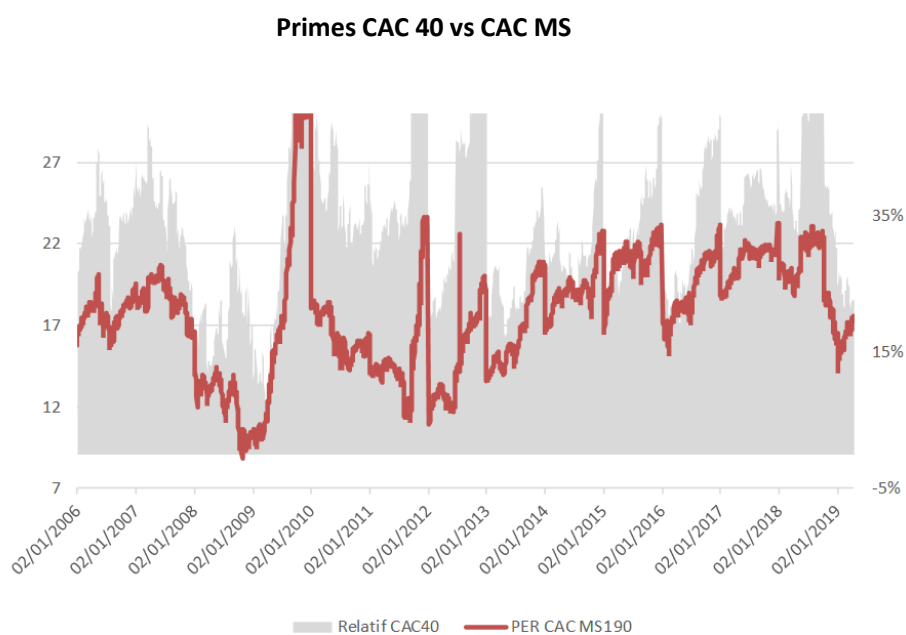
Source : Aurel BGC (mars 2019)

Les investisseurs ont préféré voir le verre à moitié plein en se focalisant sur la normalisation des tensions commerciales et monétaires plutôt que le ralentissement macroéconomique attendu sur l'année (qui s'est clairement fait sentir notamment sur les segments industriels et sur le commerce mondial).

Le PER moyen des actions européennes est revenu sur ses moyennes historiques. Autrement dit, nous considérons que les valorisations restent relativement raisonnables 1/ à condition que les attentes de bénéfices tiennent en l'état et 2/ ce qui nécessitera que soit confirmée une accélération du momentum de résultat sur la seconde partie de l'année étant donné qu'un S1 plus faible est déjà intégré par le marché.

Nous notons que le momentum de révision des attentes du consensus s'est stabilisé au cours de ces dernières semaines. Les publications du premier voire deuxième trimestres devraient rester compliquées pour un certain nombre de valeurs cycliques.

En revanche, nous notons que la prime moyenne des Small & Mid Caps sur les grandes capitalisations reste considérablement (d'environ 35%) inférieure à ses moyennes historiques.



Source : Bloomberg au 16/04/2019

Si nous nous gardons bien d'affirmer que l'environnement macro-économique est désormais dérisoire, nous notons un certain nombre d'éléments encourageants.

S'il est confirmé, il est raisonnable d'attendre qu'un accord entre Chinois et Américains devrait jouer positivement sur la confiance des entreprises, et donc en partie activer des décisions d'investissements qui avaient été gelées depuis plusieurs mois. Une reprise éventuelle du commerce mondial risque en revanche d'être plus graduelle car nous pensons que les risques protectionnistes mettront du temps à se dissiper (un des risques étant que l'Europe soit à son tour prise directement pour cible par D. Trump). A notre sens, une meilleure visibilité sur la prolongation du cycle de croissance devrait bénéficier aux valeurs cycliques et alors que les valeurs de croissance et défensives se traitent déjà sensiblement au-delà de leurs multiples historiques.

En Chine, les statistiques de mars semblent confirmer que la politique de relance initiée par les autorités en fin 2018 commence à porter ses fruits. En particulier, l'amélioration des conditions de financement laisse penser que les indicateurs d'activité devraient suivre sur les prochains mois. La



consommation intérieure reste robuste.

En Europe, la bonne tenue de la consommation intérieure et l'activité dans les services continuent de faire preuve d'une bonne résilience, compensant la faiblesse des secteurs industriels et d'exportation

Nous ne serions donc pas surpris d'assister à un retour d'une volatilité plus marquée plus tard cette année que nous mettrons à profit pour saisir des opportunités.

Pour tout besoin d'information supplémentaire, l'ensemble de l'équipe reste à votre entière disposition.

Cordialement,

Raphaël Veverka, Gérant de Keren Essentiels

*Ce document 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. 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)*