

Thème : 30 mn pour convaincre, Stéphane Pasqualetti nous explique les raisons du redressement de Keren Essentiels.

Intervenant : Stéphane Pasqualetti, gérant de Keren Essentiels

Retrouvez la vidéo sur le lien suivant : [Conférence du mercredi 15 juillet 2020](#)

Keren Essentiels vient d'avoir 8 ans, il existe depuis juillet 2012, pourrais-tu nous le présenter ?

1) Rappel du positionnement

- **fonds de micro et smalls françaises**, éligible au PEA
- **Gestion de pur stock picking réalisé à partir d'une analyse interne** :

Stéphane et Raphaël Veverka (analyste Equity), ancien analyste sell-side chez Exane, travaillent avec une même volonté de délivrer de la performance à plus ou moins long terme. Leur approche bottom-up n'est pas forcément corrélée à une sous-valorisation de la société. Il faut parfois faire fi de la valorisation pour capter le momentum et être opportuniste.

Quoiqu'il en soit, ils regardent les caractéristiques de la société en allant chercher de l'information auprès des dirigeants d'entreprises (ils totalisent environ 300 réunions à 2 depuis le début de l'année, phénomène accentué par la facilité de faire des conf call suite au confinement), mais aussi auprès des analystes sell-side ou encore en lisant les rapports annuels. C'est le rôle 1er de l'analyse financière : capter de l'information

Une fois les informations récoltées, ils utilisent dans la majorité des cas la méthode des comparables (historique ou vs comparables) mais aussi des DCF pour pouvoir intégrer le facteur croissance inéluctable aux petites valeurs.

2) Surperformance de 2012 à 2017

Le fonds a **performé de 220% entre ces 5 années, vs 142% pour l'indice CAC MID & SMALL**. Outre le bon stock picking historique, l'univers des petites valeurs était à l'époque sous-valorisé et absent de l'allocation des gestions ou des particuliers.

Le déclencheur a probablement été l'enveloppe fiscale PEA-PME, qui a entraîné qq flux. Puis la classe d'actifs a effectué de bonnes performances lui permettant de se retrouver dans de nombreux contrats d'assurance vie, dans des fonds de smalls mais aussi multicaps.

A posteriori, on peut analyser qu'il y a eu un surplus d'actifs concentré dans peu de fonds et donc dans très peu de valeurs de la cote...

3) Sous-performance en 2018-2019

Lorsque les fonds se sont retirés, il y a eu un squizz de liquidité d'où la performance en forte baisse en 2018 L'univers des indices small a baissé de 26% et le fonds légèrement plus. En 2019, Keren Essentiels, encore très positionné sur les plus petites valeurs de la cote, (capitalisation médiane autour de 150 M€) a été contraint par ce même biais, les indices ont fait mieux car tiré par les valeurs les plus importantes de cet univers. D'ailleurs en 2019, les Mid ont très bien performé quand les micros faisaient une performance négative.

Aujourd'hui, le profil du portefeuille a bien évolué.

Sondage 1 : Pouvez-vous investir dans un fonds qui a déjà connu une période délicate ?

- a. OUI : 87.5%
- b. NON : 12.5%

Les marchés ont bien évidemment été très accidentés depuis le début de l'année, comment s'est comporté Keren Essentiels**1) Comportement de l'univers**

Pendant la phase de baisse, les smalls ont autant baissé (mais pas plus !) que les larges, affichant -37% au plus bas. La résistance des petites valeurs peut paraître assez surprenante, mais s'explique par une sous performance depuis deux ans vis-à-vis des grandes, mais surtout par le fait qu'après les sorties massives des deux dernières années, il ne reste plus beaucoup de personnes investies sur cet univers.

En ce qui concerne la liquidité, là aussi le contexte semble avoir évolué. Là où il était difficile d'échanger des blocs de valeurs dans un marché de flux sortants, même au pic de la crise cette année, la liquidité est restée bonne.

2) Comportement du fonds

Le fonds fait mieux que ses indices depuis fin mars et se positionne dans les meilleurs de sa catégorie sur 1 mois et 3 mois. Cela s'explique par :

- le **stock picking** qui a été très bon, nos fortes convictions rebondissant fortement (Focus Home Interactive, notre première ligne +180%, Groupe LDLC, +175% ou Solutions 30, +130%)
- le **positionnement du fonds**, plus équilibré après cette phase de hausse lui permettant dorénavant d'avoir un alpha plus important dans les journées de baisses.
- **une part de réussite dans le M&A**. 4 de nos valeurs ont bénéficié d'OPA : Horizontale software, Mediawan, Devoteam ou encore Focus Home interactive (changement d'actionnaire avec une prime de 15%).

Keren Essentiels était à -36.4% le 18 mars et affiche -9.48% au 13.07.20

Quels ont été les changements depuis ton arrivée en février dernier ?**1) Evolution des pondérations**

Le portefeuille détenait de très belles valeurs mais avec des pondérations trop importantes sur des valeurs cycliques. Il y avait par exemple 10% sur le nautisme à travers Fountaine Pajot qui représentait 6% du portefeuille, elle est désormais à 2.9%. Même constat sur CGG Veritas, qui a changé de profil mais reste soumis au pétrole et décision d'investissement des majors pétrolières. Elle est passée de 4% à 1.5%. Notre top 10 reste concentré et représente 34% du portefeuille contre 39% en janvier. Cependant les valeurs le constituant ont changé en étant moins cycliques. Personne ne pouvait prédire la crise liée au Covid, et c'est tout l'intérêt d'avoir un portefeuille équilibré.

2) Evolution des tailles de capi

Tout en restant un fonds de micro/small (48% < 300M€ de capi, 21% entre 300M€ et 1Md€ et 28% de plus de 1Md€), les lignes ont un peu évolué. Stéphane a été marqué par le mur de liquidité du S2 2018, il fait donc encore plus attention à la liquidité de la valeur, qui est bien souvent corrélée à sa capitalisation boursière. En janvier, la capitalisation médiane du fonds était de 263M€ et aujourd'hui nous sommes 100M€ plus haut à 361M€. Nous avons notamment sélectionné des valeurs dans les hauts de fourchettes des ranges afin de bénéficier de liquidités plus importantes et d'une meilleure information. ex : sortie de EOS Imaging, Theranexus, pharماسimple.

As-tu fait évoluer le portefeuille ces dernières semaines ?

1) Biais plus prudent

Le parcours réalisé sur certains titres nécessite de prendre des profits, mais surtout il y a une énorme dichotomie entre les prévisions des économistes, des analystes financiers, la prudence des discours des dirigeants (bien qu'en nette amélioration depuis le mois de juin) et la performance de certains indices. Sans parler du Nasdaq à 17% de hausse YTD, le S&P ou le DAX qui sont bcp plus représentatifs des marchés, sont proches de 0. Les indices français sont clairement en retard, un confinement plus marqué = un PIB plus impacté...

2) Comment cela se traduit dans les fonds ?

Des prises de bénéfices réguliers, moins de cycliques ou de valeurs exposées Covid. La prise de bénéfice au fur et à mesure est dans l'ADN de Stéphane. «On ne gagne pas d'argent tant qu'on ne vend pas». Cet adage est encore plus vrai aujourd'hui avec la volatilité des marchés que nous connaissons. Cette volatilité est pénalisante aussi pour la visibilité que nous souhaitons apporter au portefeuille donc nous allégeons au fur et à mesure. Cela n'empêche pas pour autant d'acheter, car il faut parfois se montrer contrariant. A titre d'exemple, nous avons acheté des dossiers dont personne ne voulait mi-mars car très impactés par le confinement. Les cinémas Kinopolis (pour jouer le retour à une vie quasi normale un jour ou l'autre) ou encore nous gardons une ligne en Lisi - l'activité retrouvera ses niveaux d'avant crise seulement en 2023....mais la société devrait ressortir plus forte (gain de part de marché, M&A). A l'inverse, nous avons rentré des dossiers comme Hellofresh en mars pour profiter d'un mouvement durable sur la livraison de repas à préparer soi-même, plutôt dans l'air du temps...

Le travail de gérant est de gérer la pondération que nous allouons à ces valeurs. Donc sur ces exemples, le poids est modéré et moindre que des dossiers à plus forte visibilité comme le producteur d'énergie verte Albioma ou Rubis, intervenant dans la distribution et le stockage de produits pétroliers, chimiques et agroalimentaires.

En 1ere ligne du fonds nous retrouvons Focus Home Interactive, au-delà de l'aspect COVID qui a eu un effet positif sur les ventes et les marges de la société car plus de joueurs notamment pendant le confinement et plus de digitalisation, la valorisation de la société n'était pas du tout en adéquation avec ses comparables du fait d'une absence de l'IP. Ce constat est aujourd'hui partiellement (mais pas totalement) corrigé après une hausse de 54% YTD.

Groupe LDLC, 4^e ligne du fonds, distributeur de produits informatiques, a véritablement profité du confinement pour voir ses ventes s'envoler. Cependant l'évènement le plus notable a été le rachat de TOP Achat pour un prix très satisfaisant. Les prévisions du groupe pour l'année en cours sont une multiplication par 2 du résultat opérationnel. Sur ces niveaux de valorisation, la société est encore attrayante même après une hausse de 100% YTD !

Sur les secteurs, nous sommes assez présents sur les énergies vertes au travers des services aux collectivités notamment Voltalia, Albioma ou Francaise de l'énergie. Aujourd'hui 15% du portefeuille est présent sur des sociétés « propres » lorsqu'on rajoute Seche Environnement dans le recyclage et GTT, membrane pour le transport de GNL.

Par ailleurs, nous apprécions la technologie qui représente notre 1^{er} poids à travers Vérimatrix (protection des données dans le transfert des flux vidéos), Devoteam, Ateame, Sword, Soitec...

La santé est un autre gros poids de notre fonds mais moindre que notre indice de référence, qui comporte de nombreuses biotech, typiquement le genre de dossier qui ne nous apporte pas assez de visibilité.

Sondage 2 : Peu de visibilité sur les actions, un marché cher, cela ne plaide-t-il pas pour jouer des rendements élevés sur le crédit ?

- a. OUI : 64.71%
- b. NON : 35.29%

Est-ce que cela sous-entend qu'il est trop tard pour rentrer sur les smalls et Keren Essentiels

Impossible de connaître le meilleur timing, et pas de décorrélation avec les larges, mais :

- **20% de retard des smalls vs les larges depuis 2018**

- **des valorisations moins élevées** : Les valorisation des petites valeurs sont en ligne avec celles des larges alors même qu'elles devraient connaître une prime. Nous connaissons les raisons, plus de croissance, meilleure agilité et une différence importante avec la précédente crise (2008-2009) : la solidité bilancielle des small&Midcap. De nombreux dirigeants ont eu très peur à cette époque et font très attention au cash. De plus, les moyens mis en œuvre dernièrement par les Etats : PGE notamment, permettent aux sociétés de se financer dans de bonnes conditions. D'ailleurs de nombreuses entreprises ont signé des PGE sans en avoir besoin !

- **des secteurs hors crise en pleine expansion** comme les énergies vertes mais des sociétés qui gagnent de l'argent ou sont en capacité d'investir !

- **du M&A qui repart** et cela ne fait potentiellement que commencer. Nous savons que l'univers des Small & Mid Cap est propice aux OPA, et lorsqu'il y a de la liquidité... Nouveau phénomène qui s'accélère, le rachat par les actionnaires fondateurs de leur propre société. Dans le fonds Keren Essentiels, nous avons connu 3 OPA depuis le début de l'année : Horizontal software, Mediawan & Devoteam. Les 2 dernières via les fondateurs associés au même fonds KKR. Les primes ne sont pas négligeables autour de 25-30% et nous confortent dans notre stock picking. Nous voyons beaucoup de sociétés pour lesquelles un tel scénario pourrait arriver. Par exemple Sword, dans les SSII où M. Mottard a toujours été opportuniste ou encore M. Gorge pourrait faire de même avec ECA, filiale du Groupe éponyme.

- **des flux qui reviennent ou qui se stabilisent** Une étincelle pourrait faire redémarrer le segment dans la mesure où très peu d'allocataire d'actifs sont investis sur ce segment. Le principal catalyseur pourrait être le retour de fonds toutes tailles de capitalisations

- **une belle expertise sur l'univers et une vraie complémentarité entre Raphael et Stéphane.** Aujourd'hui, ils travaillent à 2 sur le fonds Keren Essentiels. Leur capacité à rencontrer les dirigeants, à suivre des dossiers à deux est une grande force pour le fonds. Etant co-gérant puis gérant l'année

dernière, Raphaël a été d'une aide précieuse pour Stéphane à la reprise du fonds. Sans Raphael, il n'aurait pas gardé le dossier LDLC par exemple : 105% de hausse YTD !

- **Pour conclure, le fonds connaît une vraie recovery**, un meilleur équilibre entre dossiers cycliques et tendance durable, il est beaucoup plus liquide dans son ensemble. Les perspectives de croissance sont fortes sur de nombreux dossiers, le fonds a toute sa place dans la partie dynamique d'une allocation.

Communication à caractère promotionnel à destination d'une clientèle exclusivement professionnelle. Rédigé le 15.07.2020. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Ce document est destiné exclusivement aux professionnels et ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Cependant, la société de gestion Keren Finance a l'obligation de présenter une information claire et non trompeuse. Les informations contenues dans le présent document, et notamment les produits ou valeurs y figurant, sont soumises aux fluctuations et aléas des marchés et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future.

Il est rappelé que cette présentation ne peut en aucun cas se substituer au prospectus complet de l'OPCVM ; que la dernière version en vigueur de ce document peut être obtenue gratuitement sur simple demande de l'investisseur de même que la dernière version du, DICI, du rapport annuel et du rapport périodique de l'OPCVM.

Ces documents sont disponibles sur le site internet www.kerenfinance.com et auprès de : Keren Finance, 178, boulevard Haussmann - 75008 PARIS, France. Tél. : +33 1 45 02 49 00