

Marché

Des niveaux de valorisation plus élevés qu'en 2007

DÉBAT — Les valeurs moyennes ont commencé très fort l'année 2017. Trop fort ? Les opinions sont partagées. Après une hausse de 17 % depuis le début de l'année, soit près de 10 points de plus que le Cac 40, les ratios de valorisation se tendent. « Les multiples sont parmi les plus-hauts historiques, avec un PER moyen de plus de 20 fois pour le Cac Mid & Small, plus élevé qu'en 2007, observe Nicolas Royot, analyste financier chez Portzamparc. Seulement 14 % des valeurs cotent au-dessous de leur actif net, contre 59 % en 2008. » Un constat à relativiser, selon Jean-François Delcaire, gérant chez HMG Finance : « Il faut mettre en rapport la valorisation avec la croissance des profits, qui s'accélère. Les bénéfices par action de l'indice Cac Small pourraient augmenter de 21 % en 2017, selon IDMidCaps, après +13 % et +17 % en 2015 et 2016. Ce cabinet d'analyse souligne aussi que la progression des encours et l'absence de renouvellement de la cote favorisent un accroissement des multiples de valorisation. »

Pour forger son opinion sur la situation actuelle, Régis Lefort se replace dix ans en arrière : « Les ratios

de valorisation sont comparables à ceux de 2007 et on constate une expansion des multiples. Mais l'économie d'avant-crise n'est pas celle de 2017. On était alors en bout de cycle, avec des résultats au plus haut. Aujourd'hui, la conjoncture est en phase de reprise, et les résultats des entreprises ont un réel potentiel d'amélioration. »

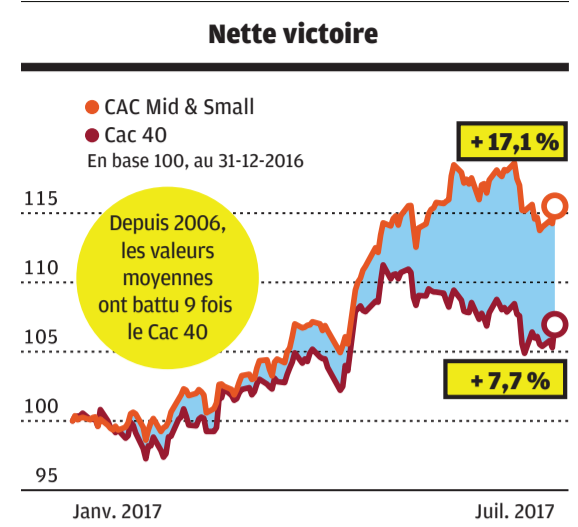
GARE À L'ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

Harry Wolhandler partage ce point de vue : « Nous ne sommes pas du tout dans la situation de 2008, qui marquait la fin du cycle de la reprise économique avec des valorisations fantaisistes, rappelle le gérant d'Amilton AM. Il faut un retour en récession, des niveaux de valorisation très excessifs ou une envolée des taux d'intérêt pour déclencher la fin d'un cycle haussier. » Pour Olivier de Royère, gérant chez Montpensier Finance, « l'été devrait être calme », mais il estime qu'« il faudra garder un œil sur le ralentissement programmé de la croissance chinoise après la reconduction du président en octobre ». D'ailleurs, pour Sébastien Korchia, « on ne peut pas exclure un choc sur les marchés à l'automne ». Le gérant

de Meeschaert estime que la visibilité à six mois est très incertaine. « On est aujourd'hui dans le meilleur des mondes : on s'éloigne du spectre déflationniste et les taux restent très bas. Mais on va progressivement intégrer la remontée des taux et se rapprocher du niveau où l'on se posera la question de savoir s'il ne vaut pas mieux revenir sur les actifs sans risque au détriment des actions. On peut situer ce niveau autour de 3 % sur les taux à dix ans américains, contre un peu moins de 2,35 % actuellement. »

Tous les gérants ont en tête cet élément, que personne ne maîtrise et que tout le monde redoute : l'évolution des taux. En dehors des banques et des compagnies d'assurances, leur remontée est synonyme de pression baissière sur les cours des actions, surtout si elle est rapide. « A court terme, il sera important de surveiller l'attitude et les décisions des banques centrales, qui deviennent moins accommodantes, prévient Olivier de Royère. Néanmoins, le mal a en partie déjà été fait en Europe où les taux se sont redressés à la suite du discours de Mario Draghi il y a deux semaines, en dépit de l'absence d'une véritable hausse de l'inflation. » Et, déjà, « nous assistons à une rotation sectorielle, constate Harry Wolhandler. Les secteurs sensibles aux taux tels que les télécoms, les utilities et l'immobilier sont délaissés au profit des financières et des titres value ».

Valorisation élevée, risque de hausse des taux... Nos spécialistes allouent leurs actifs en conséquence. « Nous favorisons, plus qu'à l'habitude, les valeurs dont l'actualité risque moins de décevoir. Celles qui sont trop exposées aux taux d'intérêt sont à éviter », affirme Nicolas Royot. Pour sa part, Harry Wolhandler recherche les « momentum favorables », les valeurs qui pour-



raient procéder à des révisions à la hausse de leurs perspectives bénéficiaires, ou bien des sociétés partie prenante d'opérations de fusion-acquisition, prédateurs ou cibles. Dans un environnement qu'il aborde avec prudence, Sébastien Korchia cherche davantage la « performance relative, en sélectionnant des valeurs qui [lui] procureront une certaine protection ». Il précise : « J'évite de choisir des sociétés qui, ayant été l'objet d'un flux acheteurs important, peuvent subir des dégagements. Au contraire, je privilégie des entreprises soutenues par un flux de nouvelles positives ou des oubliées de la cote. » Des choix qui se traduisent par la sélection de leurs valeurs favorites pour le second semestre, à retrouver ci-dessous. —M. B.



RÉGIS LEFORT,
TALENCE GESTION

+28,6 %
Performance de la sélection précédente

OLIVIER DE ROYÈRE,
MONTPENSIER FINANCE



+10,7 %



JEAN-FRANÇOIS DELCAIRE,
HMG FINANCE

+22,5 %

Les valeurs moyennes démarrent très fort l'année 2017

Performance Six spécialistes des valeurs moyennes ont participé à la table ronde d'Investir pour exposer leur analyse du marché et dénicher les dossiers à privilégier au second semestre.

SÉLECTIONS

Les favorites des six spécialistes pour le second semestre

Chaque intervenant a sélectionné cinq valeurs à privilégier pour le second semestre, avec un biais en faveur des cycliques. L'une d'entre elles, pourtant méconnue, figure dans trois des sélections : Groupe SFPI.

RÉGIS LEFORT

Cerinnov (ALPCV) Cette société fabrique des robots pour l'industrie 4.0. C'est une valeur de croissance. Les ventes ont crû de 90 % en 2016, mais, à 19 millions d'euros, elles restent modestes. Potentiel immense sur un marché très porteur. Objectif : 14 €.

Groupe SFPI (SFPI) Méconnue des investisseurs, la maison mère de Dom Security est un groupe familial de matériel pour les bâtiments et l'industrie, deux secteurs en phase de reprise. Le flottant s'est

élargi avec la sortie des fonds historiques. Le PER n'est que de 11,3 fois pour 2017. Viser 4 €.

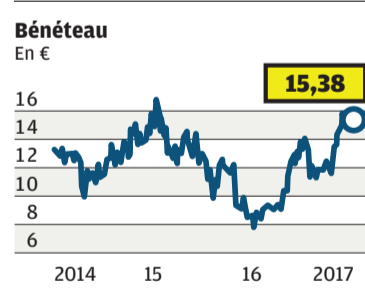
Haulotte Group (PIG) Premier fabricant européen de nacelles, cette société à l'activité cyclique connaît une forte reprise en Europe. Bien que la concurrence américaine soit forte, l'amélioration de la conjoncture dans l'industrie devrait lui être favorable. Objectif : 18 €.

Solocal (LOCAL) Leader en France de la publicité numérique de proximité, le groupe a achevé avec succès sa lourde restructuration. J'attends une revalorisation car il est encore très décoté. Viser 1,50 €.

Touax (TOUP) Spécialisé dans la location de matériel industriel, Touax a cédé sa branche Constructions modulaires, qui pesait sur ses résultats depuis deux ans. Le recentrage sur ses autres activités, bien orientées, et le désendettement qui en résulte sont des facteurs positifs. Objectif : 16 €.

OLIVIER DE ROYÈRE

Bénéteau (BEN) Le marché du nautisme, qui n'est toujours pas en haut de cycle, réserve encore du potentiel ; Bénéteau est bien placé pour en profiter. Bien que le



groupe ait relevé ses objectifs, il reste très prudent et pourrait reprendre positivement grâce à un travail sur ses coûts industriels. Objectif : 17 €.

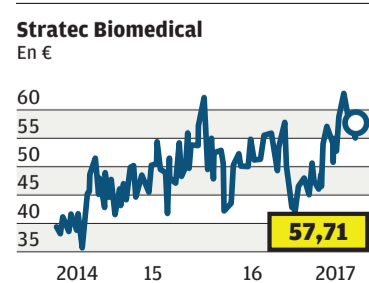
Innate Pharma (IPH) Les produits de la biotech spécialisée en immuno-oncologie commencent à être « clé » pour ses partenaires laboratoires, notamment AstraZeneca, dont est d'ailleurs issu le nouveau directeur général. Les résultats cliniques seront nombreux dans l'année qui vient. Importante trésorerie. Viser 18 €.

Maisons du Monde (MDM) Excellentes performances au premier trimestre. Le groupe démontre sa capacité à exporter son concept à l'international. Ses ventes online dépassent 20 % du total. Les objectifs pourraient être révisés à la hausse. La valeur reste

attractive, à 13 fois l'Ebit estimé pour 2018, et pourrait profiter de la remontée de l'euro. Viser 36,50 €.

Naturex (NRX) La croissance devrait accélérer à la suite de la fin du nettoyage des références de produits, et une hausse substantielle des résultats est à venir. La volonté des grands acteurs de l'alimentaire aux Etats-Unis de basculer vers les ingrédients naturels est un élément décisif. Objectif : 97 €.

Stratec Biomedical (SBS) La croissance est répartie au premier trimestre (+21 %) pour le fabricant allemand d'équipements de diagnostics, et l'acquisition dans le domaine du consommable intelligent semble intéressante. De nombreux projets sont en cours. La société affiche, malgré une croissance plus forte, une décote de 10 % par rapport à ses clients. Viser 68 €.



JEAN-FRANÇOIS DELCAIRE

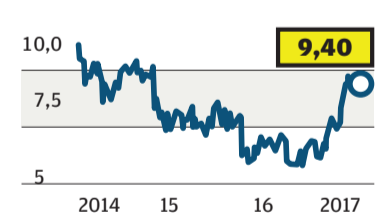
Devoteam (DVT) Cette société de conseil en informatique réalise 38 % des ventes sur le segment le plus en croissance : les Smacs (social, mobile, analytics, cloud et security). La marge opérationnelle doit croître de 8,2 % en 2016 à plus de 9 % en 2017. La valeur se paie 10 fois le résultat opérationnel courant. Viser 85 €.

Ipsos (IPS) Le numéro trois des études a manqué de croissance organique, mais il est très rentable et sa valorisation est faible, avec un PER de 12 fois. C'est le candidat idéal pour une opération de LBO. Une reprise par les salariés est envisageable après l'intervention d'un fonds de private equity et un retrait de la Bourse. Objectif : 42 €.

Manutan International (MAN) Après quatre ans de recul, hors croissance externe, les ventes de ce spécialiste de la vente à distance de matériel de bureau ont crû, en organique, de 11 % au premier trimestre. Le levier opérationnel étant fort, cela va se traduire par une nette amélioration de la marge. Viser 105 €.

Microwave Vision (ALMIC) La faible croissance de ce spécialiste

Microwave Vision

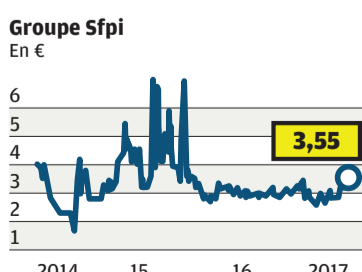


de l'imagerie des ondes a déçu ces dernières années. Faible valorisation : 5 fois l'excédent brut d'exploitation, décote de 15 % par rapport aux fonds propres. L'activité repart et le groupe paraît bien placé pour profiter de l'émergence de la 5G, futur standard de la téléphonie mobile. Objectif 12 €.

Groupe SFPI (SFPI) Après la cession d'une activité dilutive sur la marge, Eryma, SFPI pourrait procéder à une acquisition. Décotée car elle est méconnue, la valeur permet de jouer la reprise du cycle dans la construction. Viser 4 €.

SÉBASTIEN KORCHIA

Atari (ATA) La dernière publication de l'éditeur de jeux vidéo montre que la société est sur de bons rails. Le report déficitaire de plus de 1 € par action est un atout supplémentaire. Objectif : 0,50 €.



Collecte

Les flux entrants s'accroissent depuis l'élection présidentielle

ACTEURS INHABITUELS — Le bilan boursier de ces premiers mois est flatteur mais... on a eu chaud. Les sondages préélectoraux ont alarmé plus d'un investisseur, et les flux sur les valeurs moyennes en ont pâti. « D'après les chiffres que nous récoltons auprès de 155 fonds d'investissement, la collecte a été positive chaque mois depuis le début de l'année, sauf en mars et en avril », relève Nicolas Royot, de Portzamparc. Alors que l'on commençait à redouter un second tour opposant les deux candidats les plus extrémistes, certains opérateurs ont pris peur, ce qui s'est traduit par une légère décollecte de 0,3 % et de 0,2 % au cours de ces deux mois. Depuis, la collecte a repris et s'accroît : + 2,8 % et + 3,1 % en mai et en juin, contre + 2 % et + 1,8 % en janvier et en février. « Au mois d'avril, pendant quinze jours, les craintes sur un second tour Mélenchon - Le Pen ont pesé sur les valeurs moyennes alors que les flux sortants sur les fonds spécialisés sur ce type de valeurs étaient pourtant assez limités, confirme Sébastien Korchia. Cela montre l'impact des flux sur les cours et les transactions. »

Ces craintes passées, la collecte est repartie de plus belle, et le potentiel n'est pas épuisé. « Les investisseurs américains n'ont pas encore réinjecté tous les fonds précédemment sortis malgré une plus grande confiance sur l'Europe », constate Olivier de Royère. Et l'on voit apparaître de nouveaux entrants, novices dans le secteur... ce qui n'est pas forcément une bonne nouvelle à long terme et peut indiquer que l'on s'approche du haut de cycle. « C'est un signal d'alerte quand certains acteurs inhabituels s'intéressent aux valeurs moyennes françaises », estime Sébastien Korchia. Nicolas Royot observe que « certains Anglo-Saxons commencent à regarder des plus petits dossiers (de 200 à 300 millions d'euros de capitalisation boursière), ce qui n'était pas le cas auparavant ». Les analystes de Portzamparc ont eu « des échos de dirigeants ayant été directement contactés par des fonds étrangers qu'ils ne connaissaient pas ». « Un fonds anglo-saxon a pris d'un coup 10 % du capital de Lectra récemment », illustre Jean-François Delcaire. — M. B.

Opérations

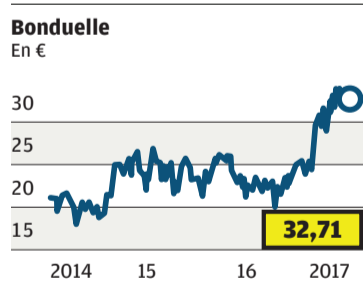
Le marché a de l'appétit, mais les nouveaux venus se font rares

ACCÉLÉRATION — L'engouement pour les valeurs moyennes est indéniable et les belles histoires boursières sont nombreuses. Pour autant, les nouveaux venus se comptent sur les doigts d'une main ! « Le faible nombre d'introductions en Bourse peut s'expliquer par la compétition d'offres alternatives de financement, de la dette bancaire bon marché aux fonds de private equity, qui ont levé beaucoup d'argent ces dernières années », avance Jean-François Delcaire. En parallèle, les offres publiques d'achat (OPA) ont été légion ces derniers mois, réparties de façon équilibrée entre rachats par des actionnaires majoritaires et cessions à un tiers. « Les opérations financières ont clairement accéléré depuis l'élection d'Emmanuel Macron », constate le gérant de HMG Finance. Le rachat des minoritaires de Christian Dior, par exemple, dont on parlait depuis très longtemps, a quasiment été annoncé deux jours après le premier tour ! A un contexte de taux bas s'est ajoutée une meilleure visibilité juridique et fiscale. « Dans un environnement de taux quasi nuls, toutes les opérations financières sont relatives, ajoute Olivier de

Royère. Les marchés récompensent autant les cibles que les acquéreurs. » Une chose est sûre : les investisseurs répondent présents. « Le marché a de l'appétence pour les opérations financières. Des placements accélérés de plusieurs dizaines ou centaines de millions d'euros se sont bouclés en deux heures ! » s'étonne Régis Lefort, citant l'exemple Direct Energie la semaine passée. Harry Wolhandler s'attend, au cours du second semestre, à « une multiplication des opérations financières, fréquentes dans la dernière partie d'un cycle haussier ». Cerise sur le gâteau d'un beau parcours, une OPA ne peut être le seul critère de l'achat d'un titre. Elle peut aussi « être une force de rappel si le marché baisse », juge Sébastien Korchia. Plusieurs gérants intègrent ce paramètre à leur sélection de valeurs. Toutefois, « on peut identifier les cibles mais pas le timing », regrettent les gérants. Christian Dior et CIC, qui faisaient partie de la liste depuis de nombreuses années, ont fini par faire l'objet d'une offre par leurs actionnaires majoritaires... Cela donne de l'espoir pour d'autres dossiers « serpents de mer » ! — M. B.

L'année 2017 traduira-t-elle une nouvelle année de surperformance pour les valeurs moyennes ? Elle est, en tout cas, bien partie pour confirmer les statistiques, l'indice Mid & Small surclassant pour l'instant le Cac 40 de 10 points, avec une hausse de 17 % depuis début janvier. Depuis 2006, l'indice des poids lourds de Paris a été battu tous les ans par les poids légers, à l'exception de trois années, parfois à plate couture. En 2010, l'indice Mid & Small avait distancé le Cac 40 de plus de 20 points ! En 2007, 2008 et 2011, l'indice phare l'avait certes emporté en termes relatifs mais d'une courte tête, inférieure à 5 points. Cette bonne performance générale a profité aux sélections de nos gérants et analystes, spécialistes des valeurs moyennes, qui affichent tous des scores à deux chiffres depuis début janvier. A l'occasion de cette nouvelle table ronde, ils nous donnent leur sentiment sur le marché, avec des opinions contrastées. Si certains se montrent confiants, estimant que le potentiel du marché n'est pas épuisé dans une conjoncture encore loin du haut de cycle, d'autres affichent plus de prudence, redoutant même une correction forte de la Bourse à l'automne. Ils nous livrent ici leur analyse du marché, alors que les valorisations se tendent, mais aussi leurs commentaires sur les opérations financières et les flux d'investissement sur les valeurs moyennes. Renouvelant, pour l'essentiel, les listes précédentes, ils nous détaillent également leurs favorites pour le second semestre 2017, avec une préférence pour les valeurs cycliques. Investir y ajoute sa propre sélection. Autant de pistes à étudier, qui sortent parfois des sentiers battus, pour continuer à faire mieux que les indices.

— DOSSIER RÉALISÉ PAR MURIEL BREIMAN ET PAR LA RÉDACTION



Bonduelle (BON) Une société rassurante. Une bonne dynamique de résultats et un réel savoir-faire en matière de croissance externe. Cette société permet de miser sur la reprise économique en Europe et en Russie. Viser 37 €.

DMS (DGM) Un dossier oublié. Ce spécialiste des tables de radiologie affiche des chiffres en réelle amélioration qui laissent à penser que le point bas a été atteint. La cession d'Alpha Mos, une filiale en perte, est un point positif. Le cours est à peine supérieur à l'actif net par action. Viser 2,60 €.

Locindus (LD) La capitalisation boursière est de 200 millions d'euros pour des fonds propres de 260 millions, avec un rendement de 5 %. Une valeur très défensive avec l'atout spéculatif d'un possible retrait de la cote par son premier actionnaire, le Crédit

Foncier. Objectif 24 €. **Transgène (TNG)** La valeur n'est pas loin des plus-bas historiques. Pourtant, la société est une des plus avancées au monde dans certaines technologies. Un accord avec Servier vient d'être signé. Elle dispose d'une visibilité financière jusqu'à fin 2018. Je vise 4 €.

NICOLAS ROYOT

Chargeurs (CRI) En plus de fondamentaux en amélioration, cette société dispose de plus de 160 millions d'euros de cash, qui pourraient être employés en croissance externe. Viser 28 €.

HighCo (HCO) Avec une valeur d'entreprise inférieure à dix fois le résultat opérationnel, de bons fondamentaux et la perspective d'augmentation des marges, nous considérons que le titre est sous-valorisé. Objectif 7,80 €.

IGE+XAO (IGE) Les facturations et la rentabilité de cet éditeur de logiciels vont s'améliorer. Nous anticipons un chiffre d'affaires et des résultats annuels de bonne qualité cet automne. Nous visons 110,80 €.

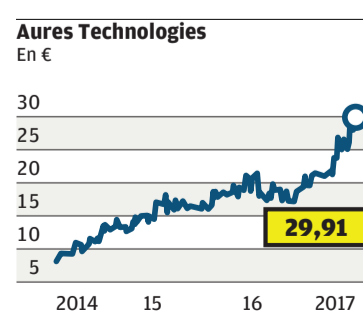
LDC (LOUP) Le groupe a démontré sa capacité à redresser les activités en difficulté. La direction se

montre plus agressive en matière de croissance externe, ce qui nous paraît pertinent compte tenu d'une génération de cash supérieure à 200 millions d'euros par an. Objectif 130 €.

Maisons France Confort (MFC) La forte croissance organique et l'amélioration des marges se prolongeront au cours des prochains exercices, entre autres grâce à la dernière acquisition, qui présente une marge d'Ebitda deux fois supérieure à celle du groupe. Nous visons 77 €.

HARRY WOLHANDLER

Aures Technologies (AURS) Le spécialiste des terminaux de vente devrait bénéficier de sa gamme renouvelée et du changement de la réglementation française. Cette valeur de croissance est encore

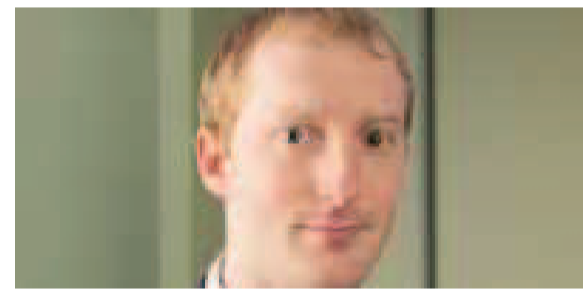


SÉBASTIEN KORCHIA, MEESCHAERT

+25 %

NICOLAS ROYOT, PORTZAMPARC

+19,4 %



HARRY WOLHANDLER, AMILTON AM

Les performances ont été calculées du 2 janvier au 11 juillet, date à laquelle s'est tenue la table ronde. Le gérant d'Amilton AM n'avait pas pris part à la précédente, d'où l'absence de données.

LES PRÉFÉRÉES D'INVESTIR

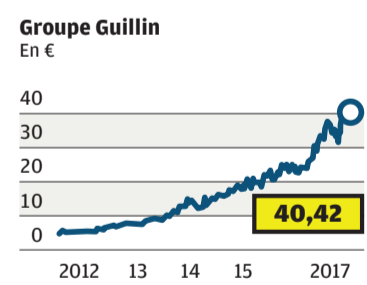
Cinq valeurs à acheter

Investir renouvelle en grande partie sa sélection pour le second semestre, après un bilan décevant pour deux valeurs de la précédente liste, Vallourec et Ekinops. Bénéteau, Voyageurs du Monde et, surtout, Plastivaloire ont, au contraire, enregistré de bonnes performances.

1000mercis (ALMIL) Cette société de marketing digital, qui dispose de précieuses bases de données, se développe à l'international, en particulier aux Etats-Unis. Le bilan est solide. Viser 58 €.

Akka Technologies (AKA) Nous attendons une forte croissance des résultats en 2017 pour cette société de conseil en technologie. Au premier trimestre, les facturations ont grimpé de plus de 22 %, dont près de 12 % en organique, et trois acquisitions ont été finalisées. La société est la mieux placée pour profiter des nouvelles tendances dans l'automobile et l'aéronautique. Objectif : 60 €.

Groupe Guillin (ALGIL) Le spécialiste des emballages pour l'industrie agroalimentaire devrait encore profiter de la dynamique du secteur et devrait encore réaliser des acquisitions. Il constitue aussi une cible de choix pour des acquéreurs éventuels. Objectif 55 €.



ont été répercutées aux clients) et volume, grâce à une météo favorable. Le bilan est très sain et le titre se paie 13 fois le résultat net attendu pour 2018. Viser 48 €.

Manitou (MTU) Le leader mondial de la manutention se redresse. Au premier trimestre, le chiffre d'affaires a bondi de 22 % et devrait continuer de bénéficier de la reprise du secteur de la construction. Le groupe a, en outre, annoncé une acquisition en Inde. Viser 36 €.

Voyageurs du Monde (ALVDM) Nous conservons dans notre sélection l'action du voyageur, malgré un solide parcours depuis notre dernière table ronde (+ 19 %). Le groupe vient d'annoncer une nouvelle petite acquisition au Royaume-Uni, dont la rentabilité est supérieure à celle de Voyageurs du Monde. Objectif 80 €.