

Valorisation

Le retour fort probable de la volatilité en 2018 va un peu changer la donne

PAUSE. —Après la très belle année réalisée par les valeurs moyennes en France, tous les gérants que nous avons interrogés estiment que le marché devrait souffler, marquer une pause.

Pour autant, la croissance économique étant de retour en Europe, et plus spécifiquement dans l'Hexagone, les bénéfices devraient encore croître. Ces derniers pourraient alors compenser une possible contraction des ratios de capitalisation. D'ores et déjà, le second semestre 2017 a été bien plus difficile que le premier.

D'ailleurs, **Maxence Dhoury, de Portzamparc**, précise : « En 2017, la surperformance des valeurs moyennes a eu lieu surtout durant la séquence électorale de mai et juin, celles-ci bénéficiant de manière marquée de la levée du risque politique du fait de leur exposition domestique. Cela se vérifie dans les flux, avec pour les fonds spécia-

lisés une collecte nette de 2,1 milliards, dont plus de 800 millions sur mai et juin, ce qui a soutenu les cours. La valorisation du marché est ainsi élevée, mais pas de manière disproportionnée par rapport aux grandes valeurs, avec une prime au niveau de PER d'environ 27 %, équivalente à la moyenne historique sur dix ans. » Si la nouvelle année ne s'annonce pas si mal, il y aura des freins qui n'existaient pas en 2017.

Harry Wolhandler, d'Amilton AM, estime : « En 2018, les politiques monétaires pourraient être moins accommodantes du fait d'une remontée plus forte que prévu de l'inflation.

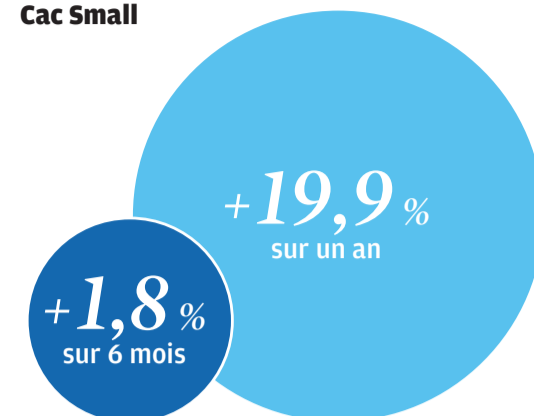
Nous pourrions assister à une contraction des ratios de capitalisation, à l'inverse de 2017. Nous devons donc privilégier des dossiers sur lesquels nous avons une forte visibilité et nous devons aussi privilégier les valeurs domestiques qui sont les mieux exposées à la reprise économique en Europe. Quoi qu'il en soit, il ne

faut pas s'attendre à ce que la hausse de l'année prochaine soit équivalente à celle de 2017. »

Alors que l'année qui vient de se terminer a été marquée par une très faible volatilité, **Olivier de Royère, de Montpensier Finance**, estime qu'il en ira autrement l'année prochaine : « En 2018, le panorama est celui d'une croissance économique plus équilibrée, de la mise en place de politiques monétaires moins accommodantes de la part des banques centrales. Celles-ci vont commencer à retirer des liquidités du marché en 2019, ce dont les marchés se préoccupent en 2018, d'où un niveau de volatilité probablement plus élevé en 2018 qu'en 2017. Dans cette thématique de hausse de la volatilité, nous nous intéresserons plus à des sociétés délaissées mais solides, quelques cycliques tardives, et toujours sur le thème de la numérisation, mais plutôt logiciels que SSII. »

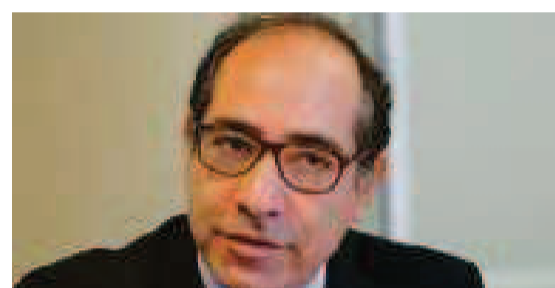
Si **Sébastien Korchia, de Meeschaert**, reste optimiste, il tempère son propos : « Il ne paraît pas judicieux d'extrapoler le comportement des marchés de 2017 sur 2018. Nous avons eu des conditions exceptionnelles cette année qui ne seront pas pleinement réunies en 2018, à savoir une croissance mondiale synchronisée et des taux d'intérêt extrêmement bas un peu partout dans le monde. Malgré tout, pour les valeurs moyennes, le terreau est fertile en France. L'effet Macron devrait se poursuivre. La Bourse a payé en partie seulement la "recovery économique" du pays. » Dans ce contexte, qu'il juge plus difficile, il

Evolution de l'indice Cac Small



ajoute : « L'année 2018 pourrait être marquée par une moindre complaisance vis-à-vis des sociétés qui décevront. »

Régis Lefort, de Talence Gestion, comme ses confrères, est plus prudent aussi concernant 2018. Il explique que « 2018 sera une année plus compliquée que 2017 avec, très probablement, une volatilité plus forte. L'année devrait être positive mais moins brillante que 2017, plus heurtée, avec des phases intermédiaires de correction, en particulier en fonction de l'évolution des taux et des devises. »

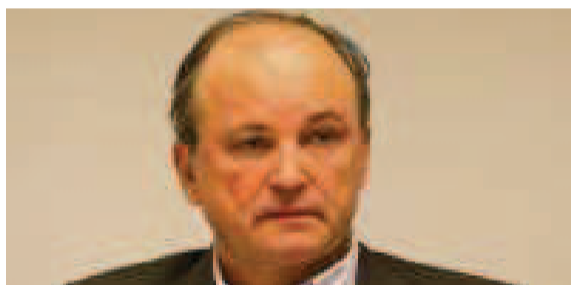


HARRY WOLHANDLER, AMILTON AM

-0,8%

RÉGIS LEFORT, TALENCE GESTION

-12,4%



OLIVIER DE ROYÈRE, MONTPENSIER FINANCE

-1,3%

Les valeurs moyennes pourraient monter, mais attention...

Sélectivité En 2018, les investisseurs vont devoir être plus vigilants. S'il existe encore de bons potentiels d'appréciation pour les belles valeurs, celles qui décevront pourraient beaucoup souffrir.

LES PRÉFÉRÉES D'INVESTIR

Cinq valeurs à privilégier

À l'instar des gérants, nous pensons que le marché va redevenir plus volatil, ce qui exige de choisir des sociétés pour lesquelles nous estimons que la croissance et l'amélioration des bénéfices seront au rendez-vous.

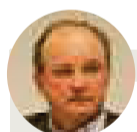
Akka Technologies (AKA). La croissance de l'activité est dynamique grâce à une présence en Allemagne et au secteur de l'automobile. La rentabilité progresse aussi. Viser 60 €.

Coface (COFA). Le groupe d'assurance profite du contexte économique mondial et se redresse plus vite que prévu. Viser 11 €.

Pharmagest Interactive (PHA). Le numéro un français de l'informatisation des pharmacies entre dans un cycle de renouvellement de configurations et va déployer le logiciel LMO, une nouvelle version de son produit LGPI. Il profite aussi de sa diversification dans les maisons de retraite et l'e-santé. Viser 60 €.

Plastic Omnium (POM). L'équipementier automobile devrait continuer de croître plus vite que le marché. Viser 44 €.

Spie (SPIE). La stratégie offensive en Allemagne devrait porter ses fruits. Viser 29 €.



RÉGIS LEFORT

Albioma (ABIO). Une valeur défensive qui a consolidé récemment. Le nouvel investissement qui vient d'être annoncé au Brésil dans un site de cogénération est conforme à la stratégie de développement. Le PER, de 17,5 fois, est raisonnable. Objectif : 24 €.

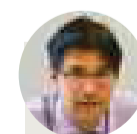
Assystem (ASY). La société s'est restructurée et recentrée sur le nucléaire, segment porteur. La structure financière est saine et la société retourne de l'argent aux actionnaires, comme l'a montré la récente Opra. Je vise 37 €.

Mediawan (MDW). Créée en 2015 par Xavier Niel et Matthieu Pigasse, cette société veut

devenir un acteur européen des contenus audiovisuels. Après AB Groupe, elle est en train d'acquiescer ON Kids & Family, leader européen de l'animation. Objectif : 13 €.

Netgem (NTG). Ce fournisseur de box pour les opérateurs télécoms a changé de modèle et devient un fournisseur de services logiciels. Le rendement est supérieur à 6 %. Cours cible : 2,90 €.

Solocal (LOCAL). La société a encore lancé récemment un profit warning, mais le nouveau patron, qui vient de Microsoft, semble être l'homme de la situation. La nouvelle stratégie sera présentée le 15 février. La prime de risque sur le titre devrait se réduire. Je vise 1,50 €.



OLIVIER DE ROYÈRE

Harvest (ALHVS). Cet éditeur de logiciels de gestion a investi pour lancer un nouveau produit. L'action se paie 25 fois le résultat opérationnel, mais sur une marge de 14 %, qui était de 20 % auparavant. Objectif : 90 €.

Mersen (MRN). Les importantes restructurations de la société et dans le secteur devraient apporter un effet de levier opérationnel amplifié par des hausses de prix au moment où la demande repart. Viser 41,50 €.

PSB Industries (PSB). Société de qualité

dont le titre est délaissé avec un PER de 10 fois 2108. Elle a déçu, mais le redressement est en cours. Objectif : 58 €.

Thermador Groupe (THEP). Le modèle économique est efficace et dégage beaucoup de trésorerie. Société bien gérée, solide, dont l'action se paie 11,5 fois. Objectif : 124 €.

Virbac (VIRP). Le groupe a connu deux accidents industriels, en passe d'être résolu. La croissance en Santé animale est de 4 à 5 % par an avec une marge supérieure à 10 %. Le titre a perdu 55 % depuis son plus-haut. Objectif : 140 €.

LES TRENTE FAVORITES DE NOS SIX GÉRANTS



JEAN-FRANÇOIS DELCAIRE

CS Communication & Systèmes (SX). Nous jouons la poursuite du redressement de la marge pour cette société bien placée dans le domaine de la cybersécurité et de la défense. La valorisation se limite à 8 fois l'Ebitda 2018 estimé, il y a des déficits fiscaux reportables et l'actionnaire Sopra peut à tout moment se renforcer. Viser 8 €.

Groupe Partouche (PARP). Le numéro deux des casinos en France va beaucoup mieux après être passé près de la faillite. Le fonds Blackstone a racheté le numéro trois, JOA. En appliquant les ratios de valorisation de cette transaction, on arrive à au moins 46 € pour Partouche. Viser 46 €.

Ipsos (IPS). Le numéro trois mondial des études de marketing n'est pas cher, à 13 fois les bénéfices, et le free cash flow permet de verser des dividendes élevés. L'intensité spéculative va s'accroître, car le fondateur entend transmettre ses parts aux dirigeants, qui pourraient s'associer à un fonds d'investissement pour obtenir le contrôle. Viser 42 €.

Microwave Vision (ALMIC). Ce spécialiste des instruments de mesure d'ondes électromagnétiques a eu des difficultés mais va bénéficier dès maintenant de l'arrivée en 2020 de la 5G, 50 fois plus rapide que la 4G. La société a du cash, décote sur ses fonds propres et ne se paie que 5,1 fois l'Ebitda 2018 estimé. Objectif : 12,50 €.

Tessi (TES). Le groupe est l'un des leaders français de l'externalisation du traitement des documents. La valorisation est faible, à 11,7 fois le bénéfice net 2018 estimé. Nous jouons une stratégie d'acquisitions ciblées sous l'égide d'un nouvel actionnaire. Viser 225 €.

La vie de la cote

Renouvellement ou appauvrissement de la cote des valeurs moyennes ?

INTERROGATION. — La question est de savoir si, dans le contexte actuel, les introductions vont être assez nombreuses pour compenser les sorties de sociétés de moyenne taille du marché. Sur ce sujet, tous les gérants n'ont pas le même point de vue.

Pour Régis Lefort, « l'appauvrissement de la cote n'est pas un problème. Le segment des midcaps reste diversifié et riche. Les introductions en Bourse se font toujours par vagues ».

Olivier de Royère ne semble pas inquiet, lui non plus : « Le phénomène de baisse du nombre d'introductions de sociétés disposant d'un niveau de maturité suffisant est vrai un peu partout en Europe, mais l'europeanisation des portefeuilles permet tout de même un élargissement du choix. »

Harry Wolhandler semble, pour sa part, un peu plus préoccupé et met en exergue le risque d'un effet mécanique pouvant aboutir à une survalorisation :

« Les fusions-acquisitions sont la dernière phase d'un marché haussier. En plus, elles appauvrissent la cote, ce qui aboutit à une concentration des liquidités sur un échantillon de valeurs plus réduit. »

A l'inverse, **Maxence Dhoury** est plutôt confiant, estimant que la réforme de l'ISF pourrait avoir des répercussions favorables : « Certaines entreprises de taille intermédiaire familiales plus traditionnelles pourraient de nouveau envisager d'entrer en Bourse du fait de la suppression de l'ISF. »

De son côté, si **Jean-François Delcaire, d'HMG Finance**, estime qu'actuellement le marché est en concurrence avec le private equity ou le financement bancaire, du fait du faible niveau des taux d'intérêt, il reste confiant : « Certaines entreprises ont heureusement, comme Air Liquide l'a montré avec son augmentation de capital, la volonté de faire appel à la Bourse. »

Si l'année 2017 a été satisfaisante pour les marchés en général, et plus encore pour les valeurs moyennes, ces dernières ont surtout engrangé leurs gains au premier semestre. En effet, l'indice Cac Small a progressé de 18 % lors des six premiers mois de l'année et de moins de 2 % dans la deuxième partie de l'exercice. Les gérants que nous avons interrogés affichent des performances assez décevantes au cours de cette seconde période, mais la plupart d'entre eux ont à leur actif des performances bien meilleures que l'indice de janvier à juin.

Il n'aura donc pas fallu attendre le début de 2018 pour que les petites et moyennes capitalisations marquent le pas. Historiquement, il en va souvent de même : une première saison favorable et une deuxième plus complexe.

En 2018, le marché de ces valeurs semble déjà bien valorisé. Certains spécialistes - les plus pessimistes - estiment même que nous devrions avoir une contraction des ratios de capitalisation. Dans tous les cas, il est fort probable que le moteur essentiel sera celui de la hausse estimée des bénéfices. Or, les prévisions restent favorables. A partir des cours actuels, une hausse paraît donc un scénario raisonnable. Pour autant, le contexte macroéconomique ne peut pas être négligé. Mais il existe des interrogations, en particulier concernant les politiques monétaires qui seront conduites par la Fed et la BCE. Bien entendu, elles joueront un rôle important, tant sur la courbe des taux que sur les taux de change.

Il va donc falloir être sélectif dans le choix des valeurs sur lesquelles investir. Les déceptions, lors de publications de résultats, pourront être plus lourdement sanctionnées qu'en 2017. Mais des bons choix peuvent se révéler prometteurs. La Bourse va reprendre ses droits dans l'allocation des ressources. — JEAN-LAURENT MAUREL, AVEC LA RÉDACTION FINANCIÈRE

Réglementation

La transformation de la recherche peut troubler les professionnels

DÉSTABILISATION. — La nouvelle directive Mifid 2 va s'appliquer à la gestion privée dès le 1^{er} janvier 2018, et au plus tôt en 2019 en ce qui concerne la gestion collective. Ce changement réglementaire déstabilise l'actuel environnement de la gestion et de l'analyse financière, ce qui va obliger les professionnels à se réorganiser. Globalement, les gérants que nous avons interrogés n'ont pas d'inquiétude particulière, d'autant qu'ils gèrent des fonds et ne sont donc pas concernés immédiatement. C'est bien le point de vue de **Sébastien Korchia** : « [La directive] ne concerne pas la gestion collective pour l'instant, seulement la gestion privée. Nous ne l'appliquons donc pas de façon anticipée. Sinon, il existe un risque qu'il y ait moins d'analystes financiers spécialisés dans les valeurs moyennes. Les sociétés de gestion pourraient aussi intégrer leurs propres analystes. » Selon **Harry Wolhandler**, « la concentration des

bureaux d'analyse financière va s'accélérer. Il en va de même des sociétés de gestion. Désormais, l'exécution va être isolée de la rémunération de la recherche ». Chez Montpensier Finance, ils ont pris les devants. **Olivier de Royère** précise : « Nous appliquons déjà depuis deux ans les recommandations de Mifid 2 en ce qui concerne la sélection de nos prestataires d'analyse financière. » Chez Talence Gestion, **Régis Lefort** nous confie : « Au niveau de la recherche, le nombre de brokers que nous utilisons va aussi diminuer pour des raisons de coût. Les courtiers spécialistes des valeurs moyennes restent pour nous incontournables car ils sont indispensables pour les gestions spécialisées dans ce type de sociétés. » Quant à **Jean-François Delcaire**, il ne cache pas son pessimisme : « Je crains que l'objectif de promouvoir l'analyse indépendante ne soit pas atteint. Il y a un risque de destruction de valeur sur l'ensemble de la chaîne. »

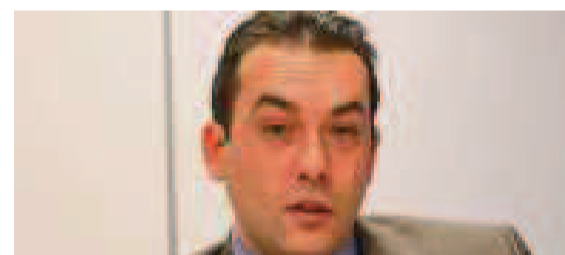


JEAN-FRANÇOIS DELCAIRE, HMG FINANCE

– 2,3 %

MAXENCE DHOURY, PORTZAMPARC

+ 2,2 %



SÉBASTIEN KORCHIA, MEESCHAERT

– 4,4 %

ANTS POUR PROFITER DES NOUVELLES OPPORTUNITÉS



MAXENCE DHOURY

Albioma (ABIO). Le producteur d'électricité, qui a récemment été sanctionné en raison de craintes liées à des risques de grève, dispose d'une bonne visibilité. L'investissement qui vient d'être réalisé au Brésil aura un impact favorable avec plus de 80 % des ventes d'énergie sécurisées à des tarifs attractifs et indexés sur l'inflation. Objectif : 22,90 €.

Groupe Open (OPN). Le marché n'a pas totalement pris en compte le redressement de l'ESN, qui dispose d'importants leviers opérationnels et devrait être capable d'approcher à terme les 10 % de marge d'exploitation.

La décote, d'environ 10 % par rapport au secteur, offre une belle opportunité d'investissement. Objectif : 35,70 €.

Infotel (INF). La société de services informatiques devrait profiter

du dynamisme du marché des ESN. Ses implantations en province réduisent la pression sur le recrutement. Les ventes de logiciels pourraient accélérer cette année. La capitalisation est sécurisée à plus de 15 % par du cash net. Objectif : 56,90 €.

MGI Coutier (MGIC). Sur la base d'un multiple de 6,5 fois le résultat opérationnel courant estimé 2018, contre 8 fois pour les sociétés comparables, on peut jouer le comblement de la décote, alors même que l'équipementier automobile présente le bilan le plus sain du secteur. Objectif : 47,70 €.

Nextstage (NEXTS). Cette plateforme d'investissement de private equity permet d'approcher des sociétés non accessibles sur le marché. Nous misons sur une hausse de l'ANR en 2017, alors que la valorisation est faible.

La capitalisation est couverte à 45 % par le cash net, ce qui limite le risque. Objectif : 110,40 €.

capitalisation boursière inférieure à ses fonds propres. Viser 24 €, le niveau des fonds propres.

MGI Digital Graphic Technology (ALMDG). Le carnet de commandes est record. L'alliance stratégique avec Konica est prometteuse. De plus, Konica pourrait à terme prendre le contrôle de la société afin de capter toute la création de valeur. C'est le bon moment pour acquérir l'action. Objectif : 60 €.

Plastic Omnium (POM). Un thème au long cours, celui de la transition énergétique, où l'équipementier automobile a toute sa place avec les voitures électriques et autonomes. Une bonne sécurisation du carnet de commandes aussi, de l'ordre de 85 %. Enfin, une décote de 10 % par rapport à ses comparables. Viser 42 €.



HARRY WOLHANDLER

ABC Arbitrage (ABCA). Le groupe d'arbitrage financier a souffert en 2017 de la très grande faiblesse de la volatilité des marchés boursiers. Nous anticipons pour 2018 une remontée de la volatilité. En outre, le rendement du titre est élevé. Nous visons 7 €.

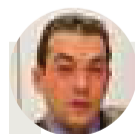
Focus Home Interactive (ALFOC). L'éditeur de jeux vidéo devrait profiter en 2018 du lancement différé de jeux phares et de la qualité de son catalogue. La société pourrait également devenir une cible dans ce secteur en concentration. Objectif : 37 €.

MGI Digital Graphic Technology (ALMDG). Le spécialiste des systèmes d'impression numérique a retrouvé au premier semestre un rythme de croissance soutenu, qui est appelé à s'accélérer.

Konica, qui détient 32 % du capital et représente déjà 47 % du chiffre d'affaires de MGI Digital, devrait, à notre avis l'année prochaine, racheter la part du capital détenu des minoritaires afin de ne pas partager une grande partie de la création de valeur future de cette pépite technologique. Nous visons 65 €.

Visiatic (ALVIV). L'éditeur et intégrateur de logiciels vient de réaliser une augmentation de capital de 15 millions d'euros afin de poursuivre sa politique de croissance externe. Le groupe devrait, en outre, sensiblement améliorer ses marges. Nous visons 50 €.

Wavestone (WAVE). Le cabinet de conseil en management devrait continuer de profiter de la reprise des investissements des entreprises, notamment dans la transformation numérique. L'intégration de Kurt Salmon semble enfin sur la voie de la réussite. Nous visons 140 €.



SÉBASTIEN KORCHIA

Albioma (ABIO). Je joue l'énergie verte, la transition énergétique, à travers une société sur laquelle la volatilité reste raisonnable et qui est une valeur sûre et robuste. En outre, elle a réalisé une récente acquisition au Brésil, pays qui sort de la récession grâce à une massive baisse des taux d'intérêt. Objectif : 24 €.

Catering International Services (CTRG). La valeur a été trop sévèrement sanctionnée, de 30 %, alors que son sous-jacent (prix des matières premières, par exemple) va beaucoup mieux. Viser 21 €.

Locindus (LD). L'un des rares titres qui restent avec une