APRÈS L'ANNUS HORRIBILIS, QUELLES PERSPECTIVES POUR LES SMID CAPS[1] ?

PAR DON FITZGERALD, CFA, GÉRANT

Achevé de rédiger le 16/01/2023.

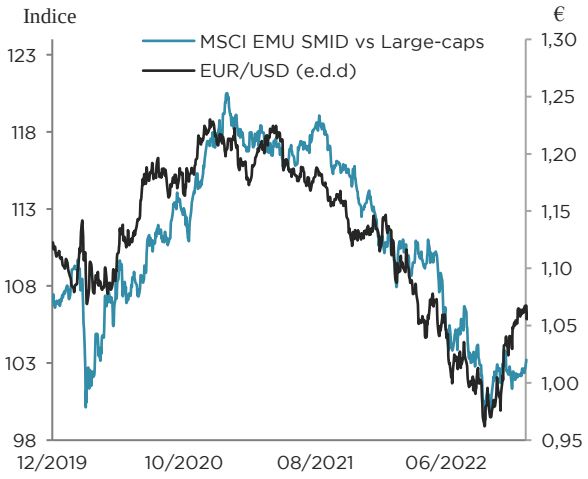
CITYWIRE AAA [2]

Pourquoi l'année 2022 a-t-elle été particulièrement difficile pour les small & mid caps européennes ?

L'Europe a été confrontée à une crise économique et énergétique majeure en 2022. Des difficultés qui ont tout particulièrement pesées sur les smid caps.

Elles ont d'abord souffert de leur biais domestique, ce sont généralement des sociétés au profil moins international que les grands groupes. La crise de confiance des investisseurs envers l'Europe ainsi que la politique monétaire de la Fed[3] ont provoqué une forte hausse du dollar. Un effet qui a été favorable aux larges caps au détriment des smid caps.

ÉVOLUTIONS DU MSCI EUROPE SMID VS LARGE ET DE L'EUR/USD



Sources : DNCA Finance, MSCI, Bloomberg, Morgan Stanley Research au 03/01/2023.

Ces dernières ont également été affectées par leur biais sectoriel. Les secteurs les moins performants de l'année, comme ceux de la Consommation et de l'Immobilier, sont surreprésentés au sein du vivier smid caps. A contrario, **ceux du Pétrole et des Matières Premières, pourtant très performants, y sont peu présents.**

Cet environnement remet-il en cause la surperformance à long terme des smid caps ?

Aucunement, **les moteurs de performance à long terme des actions small et mid caps restent intacts selon nous**. Ces sociétés tirent leur dynamisme d'une plus grande agilité ainsi que d'une **culture d'entreprise très entrepreneuriale** Elles présentent donc un meilleur profil de croissance et des bénéfices généralement plus élevés dans la durée.

Leurs fondateurs et gérants sont aussi souvent eux-mêmes des actionnaires importants de leur entreprise. **C'est une garantie du bon alignement des intérêts entre actionnaires**.

Les actionnaires de ces entreprises bénéficient par ailleurs **d'une prime de rachat** lorsqu'elles sont retirées du marché en cas d'OPA[4], ce qui arrive plus fréquemment avec ce type de sociétés. Les smid caps ont également tendance à être moins suivies par les analystes financiers que le reste de la cote. **Elles présentent donc généralement de plus grandes inefficiences de marché,** sources de performance pour la gestion active. **Aucun de ces facteurs n'est remis en question selon notre analyse.**

Enfin, l'expérience nous apprend qu'après des périodes de sous performances, comme en 2008, 2010 et 2018, les smid caps ont souvent fini par **rattraper leur retard et par la suite surperformer le reste du marché[5].**

Cela constitue-t-il une opportunité d'investissement ?

Le segment est un peu à l'écart des projecteurs, ce qui constitue un point d'entrée intéressant de notre point de vue. **La sous performance enregistrée par les smid caps a creusé l'écart de valorisation avec les large caps**.

Maintenant au plus bas depuis 15 ans les P/B 12m[6] des smid caps vs large caps européennes présentent à fin décembre 2022 un discount autour de 20%. **Une sous valorisation qui pourrait selon nous représenter un signal d'achat en 2023.**

(1) Smid cap : Small & Mid caps. Micro-cap : 0 – 1 Md€. Small-cap : 1 – 5 Mds€. Mid-Cap : 5 – 10 Md€. Large Cap : +10 Mds€

(2) Source : Citywire au 31/12/2022. Méthodologie disponible sur https://citywire.com/fr/news/ratings-methodology/a703011. Les références à un classement, un prix et/ou à une notation ne préjugent pas des résultats futurs des OPC cités.

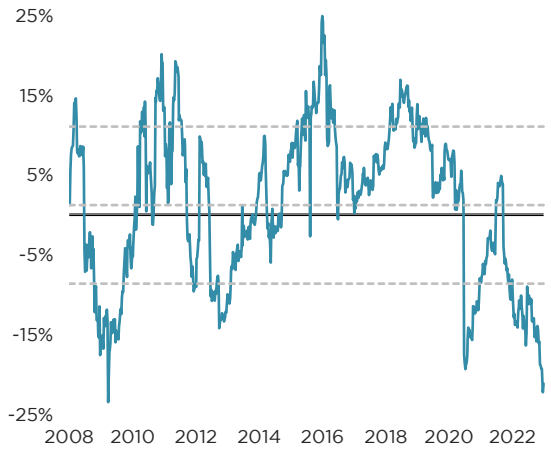
(3) Fed : Federal Reserve. Banque Centrale des USA.

(4) OPA : Opération d'acquisition de parts d'une société cotée en Bourse où l'acquéreur fait connaître publiquement ses intentions d'achat.

(5) Voir le tableau page 3. Source UBS et DNCA Finance au 31/12/2022.

(6) Le P/B permet de comparer la valeur comptable des actifs de l'entreprise avec son prix de marché boursier sur une période de 12 mois. Source : DNCA Finance et Bloomberg au 31/12/2022. Donnée susceptible d'évoluer dans le temps.

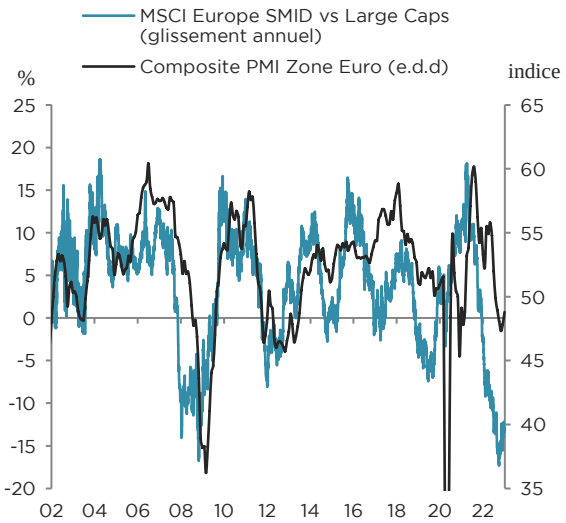
VALORISATION RELATIVE DES P/B SUR 12 MOIS DES SMALL CAPS PAR RAPPORT AUX LARGE CAPS*



Sources : DNCA Finance et BofA Global Research, Datastream au 03/01/2023. *Indices : MSCI Europe SMID contre MSCI Europe Large cap.

Aussi si l'on examine les corrélations historiques avec les principaux indicateurs économiques, **il semblerait que le mouvement de correction des smid caps ait été exagéré** au regard des fondamentaux. Un élément supplémentaire qui semble corroborer notre analyse.

ÉVOLUTION DES INDICATEURS PMI



Sources : DNCA Finance, MSCI, Bloomberg, Morgan Stanley Research au 03/01/2023.

Quelles perspectives pour 2023 ?

L'Europe a semble-t-il mieux surmonté la crise énergétique que beaucoup ne le craignaient.

Le ralentissement industriel se poursuit mais il est plus faible qu'anticipé. Du côté du consommateur, les aides gouvernementales se sont révélées efficaces. Le risque politique se modère : après les turbulences rencontrées en 2022, le Royaume-Unis semble gagner en stabilité et l'Italie reste dans une démarche constructive vis-à-vis de l'Union Européenne. La Chine se réouvre avec la fin de sa stratégie ''zero covid[7]'', ce qui pourrait compenser le ralentissement des Etats-Unis au niveau de la croissance mondiale.

Avec la baisse du taux d'inflation, les choses devraient se normaliser et certains perdants de l'année 2022, comme **les smid caps européennes, pourraient se redresser de manière notable.**

La faiblesse de l'euro, qui a permis aux grandes capitalisations de surperformer les petites capitalisations l'année dernière, a récupéré environ 10 % depuis son point bas en septembre dernier[8]. Cette inversion de tendance devrait aussi favoriser une réallocation des flux en faveur des smid caps.

Sommes-nous a un point d'inflexion en matière de performance ?

Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

Depuis la survenue du krach de marché, certains investisseurs commencent à revenir sur les actions smid caps. Après 15 mois de sorties de capitaux, on observe la fin du mouvement de décollecte.

Le style de gestion pourrait avoir son importance. Il est clair qu'à long terme, la performance d'une action reflète la croissance des bénéfices, ce qui plaide en faveur du style « growth »[9]. C'est d'ailleurs ce dernier qui a surperformé assez largement le style « value »[9] au cours de la dernière décennie. Les écarts de valorisation ont atteint des niveaux qui ne nous paraissaient pas tenables sur le long terme, la prime payée pour la croissance était devenue trop importante. **Nous avons d'ailleurs assisté à un revirement de tendance en 2022, au profit de la « value ».**

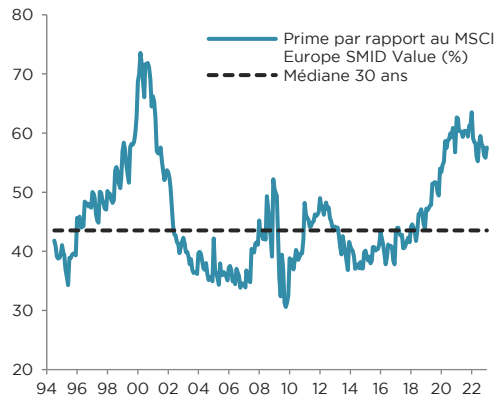
Pour 2023, nous pensons que de nombreuses actions small & mid caps de croissance s'échangent encore à des niveaux de valorisation généreux. **Nous avons donc tendance à privilégier une approche plus équilibrée ou « blend »[9] pour 2023.**

(7) Stratégie visant à réduire à zéro la circulation du coronavirus, grâce à des mesures strictes prises dès que des cas apparaissent, combinés à un contrôle drastique des foyers d'infection

(8) MSCI Europe Small Cap comparé au MSCI Europe Large Cap du 30/09/2022 au 31/12/2022. Source : Bloomberg.

(9) Growth : style de gestion qui consiste à cibler des titres qui sont qualifiés de valeurs de croissance, c'est-à-dire disposant d'une forte visibilité sur leur activité. Value : consiste à sélectionner des actions décotées, c'est-à-dire des actions dont le prix est inférieur à ce qu'il devrait être au regard de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Blend : stratégie mixte consiste à n'avoir aucun parti pris et à panacher le portefeuille de valeurs growth et value.

PRIME MOYENNE* DU MSCI EUROPE SMID GROWTH
PAR RAPPORT AU MSCI EUROPE SMID VALUE



Sources : DNCA Finance, MSCI, Bloomberg, Morgan Stanley Research au 03/01/2023. *Valorisation relative calculée à partir des PE(10), rendement du dividende et des PB.

	Performance 24 mois après le choc de marché		Performance relative
	Large caps	Small caps	24 mois
Oct-98	68%	55%	-13%
Sept-01	-5%	20%	25%
Mars-03	58%	104%	46%
Mars-09	64%	116%	52%
Nov-11	41%	66%	25%
Févr-16	26%	40%	15%
Déc-18	-1%	3%	4%
Moyenne	**36%**	**58%**	**22%**

Source UBS et DNCA Finance au 31/12/2022.

En conclusion

Les smid caps ont été durement affectées par les difficultés qui ont touché l'Europe en 2022. Même si nous manquons encore de visibilité, **le scénario d'une récession semble de moins en moins probable.** Un redémarrage de l'économie en 2023 serait favorable aux smid caps, une classe d'actifs qui a tendance à surperformer les large caps dans les phases de reprise économique (tableau ci-contre).

Les catalyseurs négatifs que nous avons évoqués plus haut (le dollar fort et la sous performance des secteurs surreprésentés au sein de l'univers smid caps) **sont en train de s'atténuer**. Ce qui pourrait marquer un retour en grâce de la classe d'actifs.

En savoir plus sur nos stratégies : dnca-investment.com

(10) PE : ratio cours sur bénéfices. Il peut être utilisé pour comparer la valorisation d'une entreprise au cours du temps au regard de ses bénéfice

Don Fitzgerald est CFA et diplômé du Masters en Gestion Trinity College de Dublin et de Regensburg. Il débute sa carrière chez Citigroup en 1996, rejoint WestLB à Paris en 2003 et Tocqueville Finance en 2007. Don compte plus de 25 ans d'expérience dans la sélection et gestion de titres sous-évalués et d'instruments de dette distressed sur les marchés européens. Il a géré le fonds Tocqueville Value Europe entre 2008 et 2015 classé premier décile sur 1, 3 et 5 ans par Morningstar. Il a été récompensé deux fois en 2015 dans la catégorie Actions Europe sur 3 ans, il se classe 1er dans les Grands Prix de la Gestion d'Actifs de L'AGEFI et obtient le Trophée d'argent du REVENU. En septembre 2015, il rejoint l'équipe de gestion de DNCA Finance. L' équipe smid cap comprend aujourd'hui 4 gérants et analystes spécialistes de la classe d'actifs et gère 1,2 Md d'€.

Don est actuellement gérant de DNCA Invest Archer Mid-Cap Europe.

**CFA® et Chartered Financial Analyst ® sont des marques déposées appartenant au CFA Institute. L'équipe de gestion peut évoluer dans le temps. Méthodologies disponibles sur www.gpga.evenements.agefi.fr/grands-prix-de-la-gestion-d-actifs et sur www.lerevenu.com/placements. Les références à un classement, un prix et/ou à une notation ne préjugent*

***Investir sur les marchés comporte des risques** : risque en perte de capital, risque de taux, risque lié à la gestion discrétionnaire, risque de crédit, risque de dépréciation du taux d'inflation, risque de contrepartie, risque d'investissement dans des obligations de Classe spéculative, risque d'investir dans des instruments dérivés ainsi que des instruments intégrant des dérivés, risque de titres convertibles, risques spécifiques liés à l'investissement dans des obligations convertibles contingentes (« Cocos »), risque de change, risque de liquidité, risque de volatilité élevée, risque actions, risque ESG, risque de durabilité.*

Ce document est un outil de présentation simplifiée et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les informations présentées sont la propriété de DNCA Finance. Elles ne peuvent en aucun cas être diffusées à des tiers sans l'accord préalable de DNCA Finance.

Le traitement fiscal dépend de la situation de chacun, est de la responsabilité de l'investisseur et reste à sa charge.
DNCA Finance ne peut en aucun cas être tenue responsable, envers quiconque, de toute perte ou de tout dommage direct, indirect ou de quelque nature que ce soit résultant de toute décision prise sur la base d'informations contenues dans ce document. Ces informations sont fournies à titre indicatif, de manière simplifiée et susceptibles d'évoluer dans le temps ou d'être modifiées à tout moment sans préavis.
Société de gestion : DNCA Finance est une Société en Commandite Simple agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en tant que société de gestion de portefeuille sous le numéro GP00-030 régie par le Règlement général de l'AMF, sa doctrine et le Code Monétaire et Financier. DNCA Finance est également Conseiller en Investissement non indépendant au sens de la Directive MIFID II. Contacts : DNCA Finance – 19 Place Vendôme-75001 Paris – e-mail : dnca@dnca-investments.com – tél : +33 (0)1 58 62 55 00 – site internet : www.dnca-investments.com
Toute réclamation peut être adressée, gratuitement, soit auprès de votre interlocuteur habituel (au sein de DNCA Finance ou au sein d'un délégataire de DNCA Finance), soit directement auprès du Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne (RCCI) de DNCA Finance en écrivant au siège social de la société (19 Place Vendôme, 75001 Paris, France).