



Cet article a été publié le Mardi 18 novembre 2014 à 4:38

« La saisonnalité est favorable aux valeurs moyennes » – Un entretien avec Harry Wolhandler, gérant du fonds Amilton Small Caps

Comment définissez-vous les petites et moyennes valeurs ?

Il existe, selon les sources, différentes définitions. Dans le cadre de la gestion d'Amilton Small Caps, notre univers de valeurs est principalement constitué des sociétés de l'**indice Cac Mid & Small**, sachant que 10 % du fonds peuvent être investis en **valeurs européennes** (hors France). Pour nous, une petite valeur a une capitalisation boursière comprise entre 20 millions et 1 milliard d'euros, alors qu'une valeur moyenne se situe entre 1 milliard et 5 milliards d'euros de capitalisation. L'indice est une référence, même si nous ne pratiquons pas une gestion « benchmarkée » qui en suivrait fidèlement les évolutions, dans la mesure où nous cherchons à obtenir une surperformance. A fin octobre 2014, Amilton Small Caps progresse de 79 % depuis sa création, en février 2008, contre + 30 % pour le **Cac Mid & Small**. Notre univers d'investissement se compose d'environ deux cent cinquante valeurs.

En termes de capitalisation boursière, le portefeuille se répartit à fin octobre de la manière suivante : moins de 1 milliard d'euros de capitalisation pour 45 % de l'actif, de 1 milliard à 2,5 milliards d'euros pour 16 %, plus de 2,5 milliards d'euros pour 30 %. Le solde, soit une dizaine de pour-cent, constitue un volant de disponibilités. Cela dit, nous regardons moins la capitalisation boursière que la liquidité des titres. Celle-ci doit être suffisante par rapport à la taille de notre fonds (un peu moins de 40 millions d'euros actuellement).

Nous n'achetons que des valeurs qui sont cotées en continu et qui, en cas de problème, pourraient être rapidement vendues. À cet égard, le flottant (c'est-à-dire la part des titres qui circule dans le public) doit également être suffisant. 70 % du fonds pourraient ainsi être cédés en moins d'un jour.

Quels avantages les petites et moyennes capitalisations présentent-elles ?

D'abord, le potentiel de croissance des petites et moyennes valeurs est traditionnellement supérieur à celui des grosses valeurs. Sur dix ans, dividendes réinvestis, le **Cac 40** a gagné 4,3 % par an, alors que le **Cac Mid & Small** s'est adjugé 7,4 % en rythme annuel. Les **petites et moyennes sociétés** disposent d'un potentiel de croissance a priori beaucoup plus important que la progression du PIB, européen ou mondial, selon leur exposition géographique. Citons, à ce titre, une ancienne petite capitalisation, Gemalto, qui a fait son entrée dans le **Cac 40** fin 2012 après un parcours de croissance remarquable.

Ensuite, les entreprises de taille petite ou moyenne sont en général bien gérées. Le management, et/ou un actionariat familial, s'implique fortement dans la stratégie mise en œuvre pour créer de la valeur dans la durée, ne se focalisant pas sur les prochains résultats trimestriels.

Autre élément à relever en faveur des petites et moyennes valeurs : elles sont des cibles d'opérations publiques d'achat (OPA) ou opérations similaires pour des groupes en quête de croissance externe. Citons Club Méditerranée, Bull ou Havas, par exemple, valeurs présentes dans notre fonds alors qu'elles faisaient l'objet d'opérations d'acquisition en 2014. Ce point prend aujourd'hui un relief particulier, car la croissance économique est faible et les taux d'intérêt sont historiquement très bas, ce qui favorise le retour des **fusions-acquisitions**.

En outre, le vivier des petites et moyennes sociétés est d'une grande richesse. La diversification sectorielle est importante, avec de nombreuses niches d'activité : travail temporaire, équipements automobiles, biotechnologie, etc. Quant aux **introductions en Bourse**, elles régénèrent le tissu de la classe d'actifs, mais le pire y côtoie le meilleur. Il convient de se montrer particulièrement sélectif. Enfin, vous pouvez obtenir un alpha (surperformance par rapport au marché) élevé, sachant que les analystes financiers ne suivent que rarement les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 millions d'euros (comme, par exemple, MGI Digital Graphic, Direct Energie ou Aures Technologies). Cela produit des anomalies qui sont des sources d'opportunité et qui, le cas échéant, peuvent être mises à profit.

Par ailleurs, il faut souligner que la saisonnalité est actuellement favorable au marché dans son ensemble et aux petites et moyennes valeurs plus spécifiquement, en raison de la réévaluation des objectifs de cours, en général à la hausse, liée au roulement, d'un exercice à l'autre, des modèles de valorisation des analystes, sans parler du traditionnel rallye de fin d'année.

Sur quels critères de valorisation vous appuyez-vous pour sélectionner vos titres ?

Nous utilisons une approche non systématique dans le choix des valeurs. Les principaux critères de sélection utilisés dans notre gestion sont le potentiel d'appréciation du titre en fonction de son newsflow à venir, la qualité du business model, la vision stratégique du management et la valorisation des fondamentaux.

Nous recherchons, notamment, des valeurs de croissance à des prix raisonnables, en appliquant le filtre Garp (Growth At a Reasonable Price). Nous apprécions le critère du *Peg* (Price/Earnings to Growth, ou **rapport cours/bénéfice** divisé par le taux de croissance estimé des résultats) et le **free cash flow yield** (cash flow libre divisé par la capitalisation boursière). Le **cash flow** libre permet de financer un investissement de croissance externe qui améliorera le bénéfice net par action ou de distribuer des dividendes pérennes.

Actuellement, en raison de la morosité de la conjoncture en France, nous privilégions les valeurs exposées à l'Amérique du Nord ou à la Grande-Bretagne, comme Esker, Teleperformance, Norbert Dentressangle et Groupe Eurotunnel. Nous accordons aussi une place de choix aux foncières, comme Klépierre ou Mercalys, avantagées par la réduction des taux d'intérêt.

Quelques mots supplémentaires sur l'originalité de votre politique de gestion...

Fondamentalement, nous pratiquons une gestion de stock pickers, tout en prenant en compte la situation macroéconomique, le newsflow et la liquidité des sociétés dans lesquelles nous investissons. Nous développons donc une double approche : macroéconomique et boursière. Cela nous permet de retenir ou, au contraire, d'écarter tel ou tel secteur et telle ou telle action. En 2008, en pleine crise, les valeurs industrielles et leurs sous-traitants (équipementiers, SSII, agences de publicité...) manquaient d'attraits, alors qu'en période de sortie de crise ces **valeurs cycliques** sont, en revanche, à privilégier. Nous privilégions structurellement les **valeurs de croissance** et introduisons ponctuellement des valeurs cycliques lorsque le cycle économique s'y prête. Enfin, en ne choisissant que des valeurs liquides, nous limitons également la volatilité du fonds. Celle-ci est sensiblement inférieure à celle de l'indice Cac Mid & Small.

Pourriez-vous citer trois fortes convictions ?

Oeneo, qui a dernièrement publié des chiffres supérieurs aux prévisions, est un groupe spécialisé dans les tonneaux pour l'industrie viticole et les bouchons « technologiques ». L'exercice qui s'annonce paraît prometteur. **Virbac**, laboratoire pharmaceutique vétérinaire, dispose d'une solide situation financière et profitera au cours des prochains trimestres d'un pipeline de lancements de nouveaux produits et de sa récente acquisition des actifs vétérinaires d'Elly Lilly, aux Etats-Unis, qui fera augmenter son chiffre d'affaires de 10 %. Enfin, la valorisation actuelle de l'**ESN** (entreprise de services du numérique) **ITS Group** ne reflète pas, selon nous, le potentiel de développement du groupe à la suite de l'acquisition d'Overlap dans des conditions financières très attractives.

Propos recueillis par Michel Lemosof (ancien rédacteur en chef adjoint pour *Investir*)