

VL Part AC : 146,57 €

VL Part KC : 147,78 €

VL Part IC : 151,39 €

Actif net : 72,3 M €

## Méthode de Gestion

La gestion du FCP KIRAO Smallcaps est exécutée selon un process d'analyse fondamentale rigoureux. L'analyse stratégique et financière est grandement réalisée en interne. Elle est écrite, archivée, comprend une modélisation des prévisions financières et une valorisation. L'analyse du contexte boursier complète ce process.

## Commentaire de Gestion

Kirao Smallcaps surperforme le CAC Small NR en décembre (-6.7% vs -9.4%). Sur l'année, la performance est de -18.9% (part AC) vs -26%, soit un écart de 7.1 points.

Depuis l'origine (avril 2015), la performance du fonds est de +46.6% (Part AC) vs +8.4% pour le CAC Small NR et +6% pour le CAC Mid & Small NR. Accessoirement, le CAC 40 NR est en territoire négatif sur la même période. Kirao Smallcaps se classe ainsi premier de sa catégorie depuis le lancement du fonds. Nous reviendrons prochainement sur les performances du fonds dans le cadre d'un bilan détaillé de l'année 2018.

Peu d'événements sur le plan fondamental en décembre. Seul Fontaine Pajot a publié ses résultats annuels (clôture fiscale au 31/08). Ils sont supérieurs à nos attentes et font ressortir une valorisation à moins de 6x l'EBIT de l'exercice en cours (08/19). La croissance du chiffre d'affaires a été de 34% l'année passée à périmètre constant (+128% pro forma de l'acquisition de Dufour Yachts) et les gains de productivité ont permis aux résultats de progresser de presque 50% (à périmètre constant). L'année en cours devrait être une nouvelle année de croissance pour le groupe alors que l'intégration du chantier Dufour Yachts lui permettra d'avoisiner les 200M€ de CA et de dépasser amplement les 20M€ de résultats, le tout avec un bilan complètement désendetté. Le changement de dimension que le groupe est en train d'opérer nous paraît toujours mal valorisé.

Concernant les mouvements, ils ont été plus nombreux que d'habitude ce mois-ci. L'accélération de la baisse sur les petites et moyennes valeurs en décembre nous a poussé à initier certaines lignes et à en renforcer d'autres.

Nous avons notamment renforcé notre investissement dans Sopra, qui, sur la base d'hypothèses de résultats 2019 fortement revues en baisse, se paye moins de 6.5x. Les autres lignes sur lesquelles nous sommes intervenus à l'achat sont Alten, Atos, Aubay, Elis, Devoteam et Harvest.

Ce dernier est le premier contributeur à la performance en décembre. Harvest est un petit éditeur de logiciel qui développe des offres destinées aux professionnels de la banque et de l'assurance. Il leur permet notamment d'accompagner leurs clients sur les aspects fiscaux et patrimoniaux. Le groupe va faire l'objet d'une OPA à un prix de 85€, offre lancée fin décembre par le fonds de *private equity* Five Arrows (filiale de Rothschild & Co), soit une prime de seulement 17% sur le dernier cours coté. L'offre valorise la société autour de 14x l'EBIT 2019, ce qui nous paraît faible pour un acteur comme Harvest. Mais notre regard sur cette société se porte surtout sur les années 2020 et au-delà. Actionnaires depuis le lancement du fonds, nous avons récemment renforcé la ligne car le groupe avait beaucoup investi ces deux dernières années, notamment dans le développement de l'offre Moneypitch. Le succès commercial commence tout juste à se matérialiser mais ne s'est pas encore vraiment traduit dans la rentabilité du groupe. Sur la base des résultats 2020, la valorisation ressort selon nous à seulement 11x l'EBIT. Nous jugeons la proposition de prix peu généreuse et conservons précieusement nos titres. Nous comprenons que les dirigeants fondateurs du groupe feront de même en réinvestissant une partie de leur produit de cession aux cotés de Five Arrows.

Les autres mouvements concernent de nouvelles lignes, globalement toutes d'un poids inférieur à 1.5% du fonds.

Nous sommes notamment revenus sur Fnac à un cours de 50€ et avons commencé une ligne sur Beneteau à un cours de 11€, essentiellement pour des raisons de valorisation.

Une petite ligne a également été initiée sur Maisons du Monde à 17€. Nous regardions de loin la société depuis son introduction en bourse en 2016. Passant de 17€ à 40€, le parcours boursier a été spectaculaire. Comme pour beaucoup de valeurs, nous avions eu du mal à le comprendre. La valorisation intégrait un parcours sans faute qui ne laissait aucune place à la moindre déception.

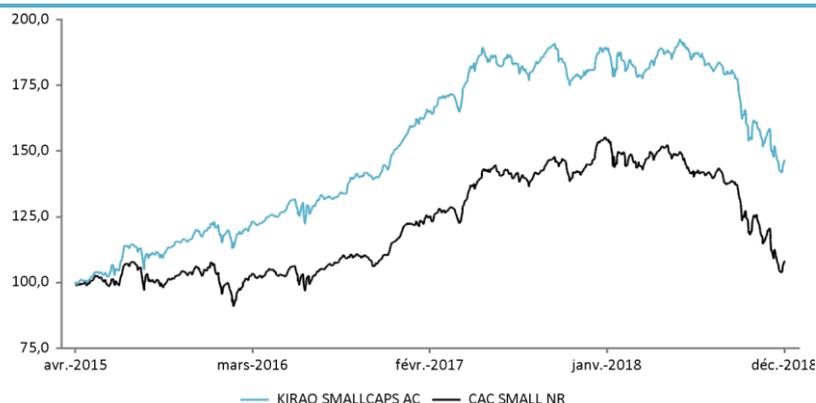
Mais 2018 a été une année compliquée pour le groupe, notamment en France (60% du chiffre d'affaires groupe) avec par ordre chronologique : un épisode de neige important, des grèves, une coupe du monde, un été très chaud, des décalages d'ouvertures de magasin et les manifestations des gilets jaunes qui ont fortement impacté le trafic en magasin en fin d'année alors que la période des fêtes est clé pour un distributeur comme Maisons du Monde.

Le cours de bourse a perdu presque 60% de sa valeur depuis ses plus hauts d'il y a un an, revenant sous le prix de l'IPO.

Pour autant, le groupe réalisera selon nous une croissance du chiffre d'affaires publié de l'ordre de 6 à 7% avec une marge opérationnelle comprise entre 9% et 10%. Nombre de ces éléments nous paraissent plus conjoncturels que structurels et devraient faciliter les bases de comparaison en 2019. La pertinence du positionnement et l'histoire de croissance de la société restent inchangés et la capacité à répliquer le modèle du groupe à l'étranger ne nous paraît pas remise en cause à ce stade. A 7x le résultat d'exploitation 2019 (sur la base d'estimations revues en baisse de l'ordre de 15% en moins d'un an), le couple rendement risque nous semble favorable. Mais le poids de la ligne reste faible car nous manquons d'historique sur la société et de visibilité sur la trajectoire de sa marge brute. Les prochaines publications nous permettront sûrement d'y voir un peu plus clair.

In fine, les liquidités du fonds ont fortement baissé. Elles atteignent 9.5% contre 19.6% fin novembre. En incluant les titres sous OPA (Gemalto et Harvest), le cash et équivalents ressort à 15.6%, ce qui reste tout de même un niveau élevé pour le fonds.

## Performance depuis lancement



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.  
Source : KIRAO

## Informations clés

Gérant	Saad Benlamine
Statut	FCP
Type de véhicule	UCITS IV
Catégorie AMF	Actions zone Euro
PEA	Oui
Date de lancement	15 avril 2015
Echelle de risque*	1 2 3 4 5 6 7
Indice	CAC Small Net Return
Cut-Off	12:00 CET

\*Le niveau de risque est calculé à partir de la volatilité d'un indicateur de référence ou de la volatilité cible de la stratégie. La société de gestion se réserve la possibilité d'ajuster le niveau de risque calculé en fonction des risques spécifiques du fonds. Cette échelle de risque est fournie à titre indicatif et est susceptible d'être modifiée sans préavis. La catégorie de risque associée à ce fonds n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps. La catégorie la plus faible ne signifie pas « sans risque ». Le capital investi initialement n'est pas garanti.

Part	AC	KC	IC
Date de lancement de la part	15/04/2015	12/02/2018	15/04/2015
ISIN	FR0012633311	FR0013312121	FR0012646131
Code Bloomberg	KIRSCI2:FP	KIRSKC:FP	KIRSCIC:FP
Politique de Distribution	ACC	ACC	ACC
Date de valeur Sous./Rachat	J+3	J+3	J+3
Investissement minimum	Néant	Néant	1 000 000 €
Frais de gestion	2.35%	1.30%	1.15%
Frais de surperformance	20%*	20%*	20%*

\*Relatifs à l'indice

\*Au 15/04/2015

## Données de performances nettes

Performance (Part AC)	Fonds	Indice	Difference
1 mois	-6.71%	-9.39%	2.68%
YTD	-18.90%	-26.00%	7.10%
1 an	-18.90%	-26.00%	7.10%
3 ans	19.50%	0.62%	18.88%
2018	-18.90%	-26.00%	7.10%
2017	17.47%	22.13%	-4.66%
2016	25.34%	11.33%	14.01%
2015*	22.65%	7.68%	14.97%
Depuis l'origine	46.57%	8.35%	38.22%

\*Au 15/04/2015

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Concentrations (Action)	Exposition
10 premières positions	44%
20 premières positions	67%
Nombre de positions	39
Liquidités	9.5%

Top 5	Exposition
AKKA TECHNOLOGIES	5.5%
FONTAINE PAJOT	5.5%
IGE XAO	5.4%
ELIS	4.9%
KERING	4.4%

Répartition par capitalisation	Exposition
Micro caps (0-500M€)	36%
Small caps (500M-2Mds€)	31%
Mid caps (2-5Mds€)	15%
Large caps (>5Mds€)	18%

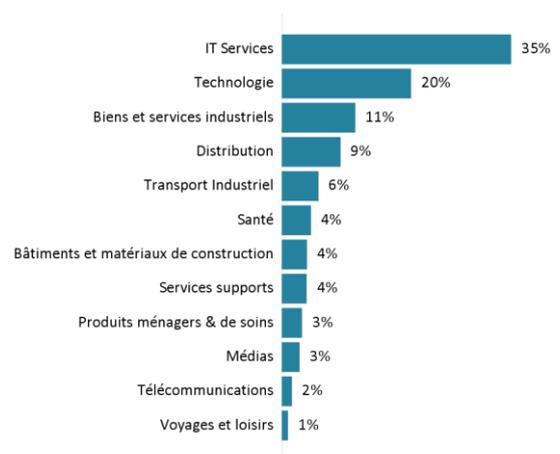
Contributions positives	MTD
Harvest	0.30%
Kering	0.25%
Groupe Fnac	0.11%

Contributions négatives	MTD
Akka Technologies	-1.26%
ELIS	-0.77%
Devoteam	-0.41%

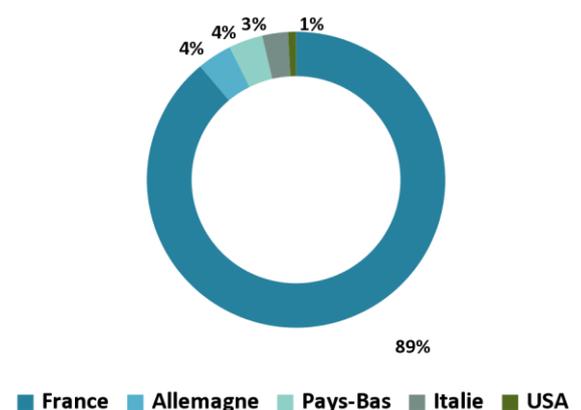
Indicateurs de risque*	Fonds	Indice
Volatilité	11.26%	12.60%
Alpha	6.04%	-
Beta	0.79	1.00
Tracking error	7.00%	-
Ratio de Sharpe	0.54	0.02
Ratio d'information	0.82	-

\*3 ans glissants

### Répartition sectorielle



### Répartition géographique



Source : Kirao