

Sur l'année civile 2018 Kirao Multicaps a baissé de -11.6%* soit une légère sous-performance par rapport à son indice de référence (-10.9%).**

Nous identifions des raisons générales à cette sous-performance

En 2018, les titres très fortement pondérés au sein des indices large cap de type CAC 40NR / CAC ALLtradable NR ont été très surperformants. Ainsi les surperformances des titres Total, Sanofi, LVMH, L'Oréal, Airbus, qui pèsent 35% de l'indice CAC 40, s'échelonnent de 12% à 20% par rapport au CAC 40 NR !

De leur côté les performances des indices Small et Midcaps ont été très inférieures à celle de notre indice de référence. Ainsi notre poche Smallcaps (15% du fonds investi en capitalisations inférieures à 2Md€) bien que surperformante et dont nous avons réduit la taille, a coûté environ 1.5 points de sous-performance.

Les particularités de la sous-performance de Kirao Multicaps peuvent s'analyser comme suit

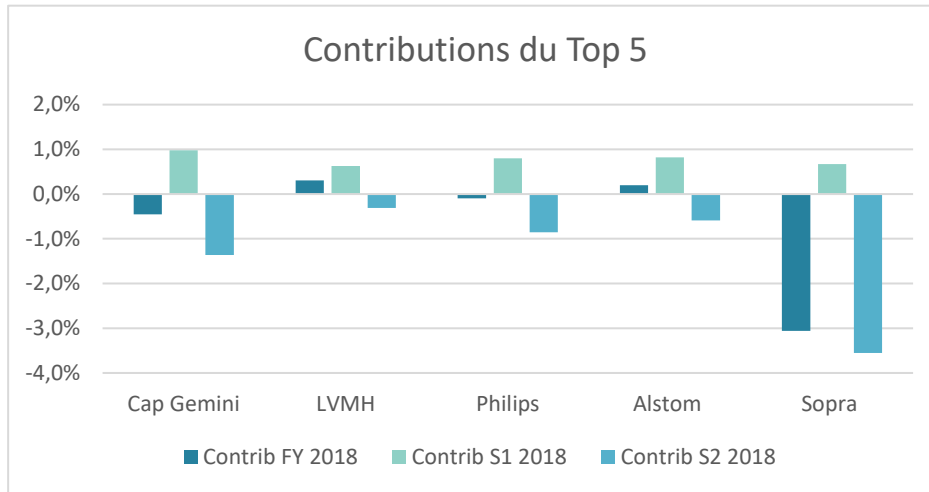
1- Un écart fort entre le 1^{er} et le 2^{ème} semestre

Le premier semestre fut particulièrement satisfaisant avec une performance de +4.6%* et une surperformance de 3.2 points. Comme nous l'écrivions dans notre reporting du mois d'avril toutes nos publications, à l'exception d'Iliad, furent d'excellente tenue, particulièrement sur nos cinq principales positions (Alstom, Cap Gemini, Sopra, Philips, LVMH : 27% du fonds en cumul au 31/12/2018).

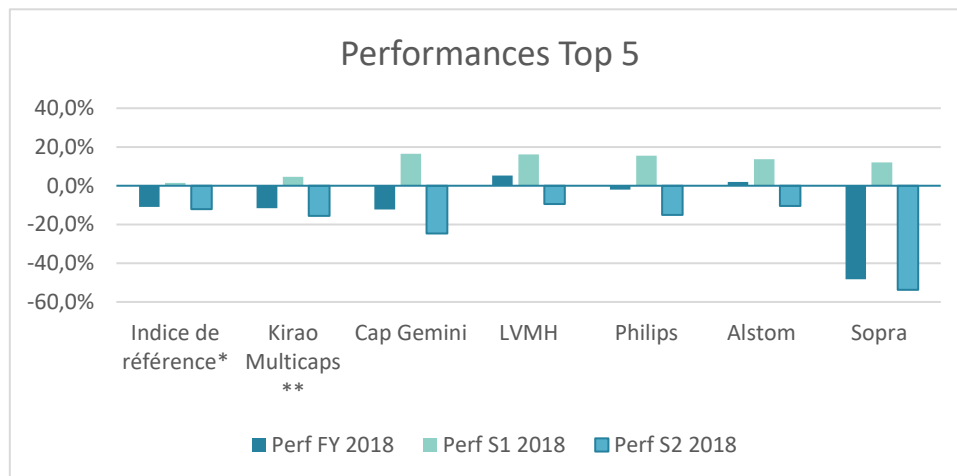
A l'inverse le fonds a baissé de 15.5%* au S2 et fut sous-performant de 3.4 points. Ce comportement mérite analyse et invite à la réflexion car il est rare que le fonds sous-performe des périodes de baisse de marché.

2- Par une analyse simple mais somme toute juste nous pourrions conclure que Sopra a fait passer le fonds du mauvais côté de la barrière. En effet, le titre a baissé de 54% sur le second semestre et sa contribution négative sur la période est de -3.5 points, soit l'équivalent de + de 100% de la sous-performance du S2.

En fait, d'autres titres fortement pondéré ont aussi basculé au S2 comme le montre le graphique ci-dessous des performances du Top 5.



source : Kirao



Source : Kirao

3- Notons que notre position de cash, qui s'est élevée à 12.8% en moyenne sur l'année a amorti la baisse. Il aurait cependant fallu qu'elle soit 5 points plus élevée pour ramener la performance du fonds à parité avec celle de son indice de référence.

4- Notre turnover est resté modéré à 32% en 2018

Analyse des valorisations

Dans un contexte de ralentissement de la croissance et de resserrement monétaire les repères de valorisation sont vacillants à la fois sur les sociétés de croissance et les sociétés cycliques. Outre une hausse généralisée de la volatilité cet environnement a conduit à des sanctions boursières de très forte ampleur pour les titres affectés par des facteurs négatifs spécifiques. Il en est ainsi de Sopra qui a baissé de -53.8% sur le second semestre ! Le deuxième trimestre publié en juillet avait été un peu faible et en octobre la société a émis un avertissement sur ses résultats 2018 attendus environ 15% en dessous de nos attentes.

Dans cette configuration peu lisible, nul besoin d'ajuster notre process de gestion pour investir sur du « bêttement » prudent. Il suffit de revenir aux racines de notre méthode de gestion : capter un rendement qui soit le moins sensible possible aux variations des variables macro-économiques et de marché. Il s'agit donc d'identifier des sociétés traversant une période de transformation, mal appréhendée par le marché, générant un surcroît de croissance bénéficiaire de facto sous-valorisée.

Nos premières lignes sont l'exact produit de cette recherche : Alstom (fusion en cours avortée avec Siemens), Philips (réorientation vers la radiologie interventionnelle cardiovasculaire), Cap Gemini et Sopra (bénéficiaire de la macro-tendance de la numérisation de l'économie). Elles le sont autant du fait de la rupture qu'elles vivent que de la valorisation qui leur est attribuée.

Sopra est l'exemple le plus parlant au sein du portefeuille des sanctions boursières excessives. Pour bien le souligner nous pouvons envisager les choses suivantes : cession de branche SBS (cause du reflux du titre) pour 500M€ (soit 1.25x le CA...très modeste pour ce type d'activité), génération de free cash-flow annuel de 150M€, pour un Résultat opérationnel courant (Roc) de 340M€ estimé par nous en 2019 post cession SBS.

Projetons nous à 2021, avec un Roc stable, une position de cash net de 450M€, nous aurions alors sur la base du dernier cours coté de 2018 un ratio VE/Roc de 3.5x ! Dit autrement, la société pourrait proposer un rendement de 27% (9% annuel) à ses actionnaires en leur distribuant 100% du cash net et se payerait 5x post versement. Le PE instantané serait alors de 7.3 et son inverse de 13.5% soit, sur la période, bien plus que le rendement que nous recherchons en permanence (+/-10%). Toutes nos hypothèses sont très basses mais surtout il s'agit de valorisation instantanée qui n'intègre pas la croissance sur moyen-long terme de la société. Une vue plus réaliste consisterait à appliquer un multiple de 10x sur un Roc 2021^e de 340M€ avec une dette nette à 0. Il en résulterait un cours objectif de 170€, soit un TRI supérieur à 28% sur la période (fin 2018-fin 2021).

Il en va de même pour Philips qui à 30€ se paie 10.5x 2019 (VE/Ebit). Or Philips est une société qui nous intéresse à la fois pour la robustesse de ses positions concurrentielles (n°1 à n°3 mondiale sur l'essentiel de ses produits) et pour sa stratégie de renforcement de son métier d'excellence, la radiologie interventionnelle cardiaque. Une valorisation aux environs de 10.5x implique un PE de 16

(société désendettée) soit un rendement de 6.5% proche de ce que le marché exige aujourd'hui des sociétés du type de Philips. Sauf que le modèle de prime de risque indiquant le rendement total du marché intègre la croissance bénéficiaire long terme plus que ne le fait un PE. Aux ajustements méthodologiques près nous pouvons dire qu'à ce prix nous accédons gratuitement à la croissance bénéficiaire de Philips.

Evidemment, nous ne saurions être aussi affirmatifs sur des sociétés plus cycliques. Et nous ne le sommes que sur des sociétés que nous suivons depuis plusieurs années. A chaque classe de risque ses multiples !

Conclusion

2018 est une année aux airs de baptême pour nous puisque c'est la 1^{ère} fois en 12 ans que nous ne surperformons pas nos indices. Cependant nous sommes convaincus que notre manière de travailler nous conduira à générer de l'alpha à nouveau. La période actuelle faite d'interrogations fortes sur le cycle monétaire et de croissance, la gouvernance mondiale et régionale (Europe) induit une volatilité qui, selon nous, ne fait que repousser le moment où nos choix produiront un surcroit de performance. Mais pour qu'advienne ce moment il est impératif de croire en notre méthode et en notre travail car eux seuls nous permettront de gagner la destination Alpha !

*Part IC

** 70% CacAlltradable NR+30% Eurostoxx TMI NR

Achévé de rédiger le 8 février 2019,
Fabrice Revol