

L'année 2018 s'achève sur une forte baisse pour les petites et moyennes valeurs françaises. Le CAC Small NR baisse de 26% et le CAC Mid & Small NR de 20%. Au regard de la forte hausse qui a précédé, la baisse mérite d'être nuancée. Notre indice de référence avait en effet connu une hausse ininterrompue de 6 années entre 2012 et 2017, avec une performance cumulée de +170%, soit un rendement annualisé supérieur à 18%. C'est beaucoup.

La baisse de 2018 ressemble donc plus à un retour à la normale qu'à un krach boursier.

Dans ce contexte, Kirao Smallcaps a amorti environ un quart de la baisse de son indice de référence. La performance du fonds est de -18.2% (part IC) contre -26% pour le CAC Small, soit un écart de 7.8 points.

Nous pensons néanmoins mieux résister cette année. Nous avons dès 2017 allégé ou vendu les profils les plus cycliques et progressivement augmenté les liquidités du fonds. Mais un climat macro-économique et géopolitique incertain associé à des révisions de résultats de l'ordre de quelques pourcents ont suffi à engendrer une forte hausse de la prime de risque et une baisse importante des multiples de valorisations. Comme nous venions de haut, le *derating* fut significatif et explique selon nous entre deux tiers et trois quarts de la performance annuelle des petites valeurs. La baisse a donc été relativement généralisée et le stock picking moins discriminant cette année.

En revanche, nous avons le sentiment qu'en 2019, les variations de cours à la hausse comme à la baisse seront moins homogènes et beaucoup plus spécifiques.

Par ailleurs, la baisse de cette année a eu pour particularité d'être très concentrée sur le quatrième trimestre. Le fonds perd 17.5% sur les trois derniers mois contre -21% pour le CAC Small NR. De ce fait, notre surperformance s'est accentuée par rapport à celle des neufs premiers mois. Cela correspond assez bien au comportement historique du fonds puisque, depuis son lancement, une grande majorité de la surperformance a été générée en période de baisse. Cette résistance en période de baisse découle directement de notre process de gestion. La recherche des meilleurs couples risque/rendement nous conduit concrètement à investir dans des sociétés dont le potentiel de baisse est selon nous bien plus faible que le potentiel de hausse. C'est pour cela que nous sommes amenés à intervenir régulièrement après de fortes baisses ou à des moments de rupture qui annoncent une accélération de la croissance bénéficiaire non intégrée. C'est l'une des explications à la résistance du fonds lorsque les marchés enclenchent d'importants mouvements de baisse.

Notons enfin que l'année fut compliquée pour un grand nombre de gérants de la catégorie. 50% ont fait moins bien que le CAC Small NR (soit une baisse supérieure à 26%) et 75% ont fait moins bien que le CAC Mid & Small NR (soit une baisse supérieure à 20%).

Mais une année est un horizon de temps particulièrement court en matière d'investissement. La performance ne se construit et ne s'analyse que dans la durée, avec idéalement différentes phases de marché. De ce point de vue la, 2018 enrichit véritablement notre analyse. Elle permet de montrer que le fonds parvient à générer de l'alpha en période de forte baisse après en avoir généré sur une période de hausse de presque 3 ans (+81% du 15/04/2015 au 31/12/2017 vs +46% pour le CAC Small NR) avec une volatilité plus faible que celle du CAC Small NR (11.3% vs 12.4%).

Depuis l'origine (15 avril 2015), la performance du fonds est de +51.4% (Part IC) contre +8.4% pour le CAC Small NR. Accessoirement, le CAC Mid & Small NR progresse de 6% sur la période et le CAC 40 NR est négatif (-1.3%).

Kirao Smallcaps se classe ainsi premier de sa catégorie depuis l'origine (Actions France, Petites et Moyennes Capitalisations).

Contributeurs :

Sopra, société de conseil et de services informatiques, est le principal contributeur négatif sur l'année et nous coûte 2 points de performance. Le groupe a vu son cours de bourse baisser de presque 50% suite aux difficultés rencontrées par sa filiale Sopra Banking Software et aux craintes liées à son activité en Angleterre. Nous pensons néanmoins que la baisse a été excessive et que sur ces niveaux, le potentiel des trois prochaines années rémunère plus que correctement le risque.

Elis, leader de la blanchisserie industrielle en Europe coûte également 1,75 point de performance. Les différentes publications de l'année sont pourtant ressorties en ligne avec nos attentes et l'intégration de Berendsen se déroule de manière satisfaisante. Comme pour beaucoup de valeurs, le cours de bourse a été pénalisé par un important *derating*. En cause, les craintes liées à un niveau d'endettement élevé et une exposition de leur activité au Royaume Uni (20% du CA). Même si nous suivons la situation de près, nous pensons que le niveau d'endettement n'est pas un risque majeur pour le groupe étant donné la résilience de son modèle économique et sa forte génération de trésorerie.

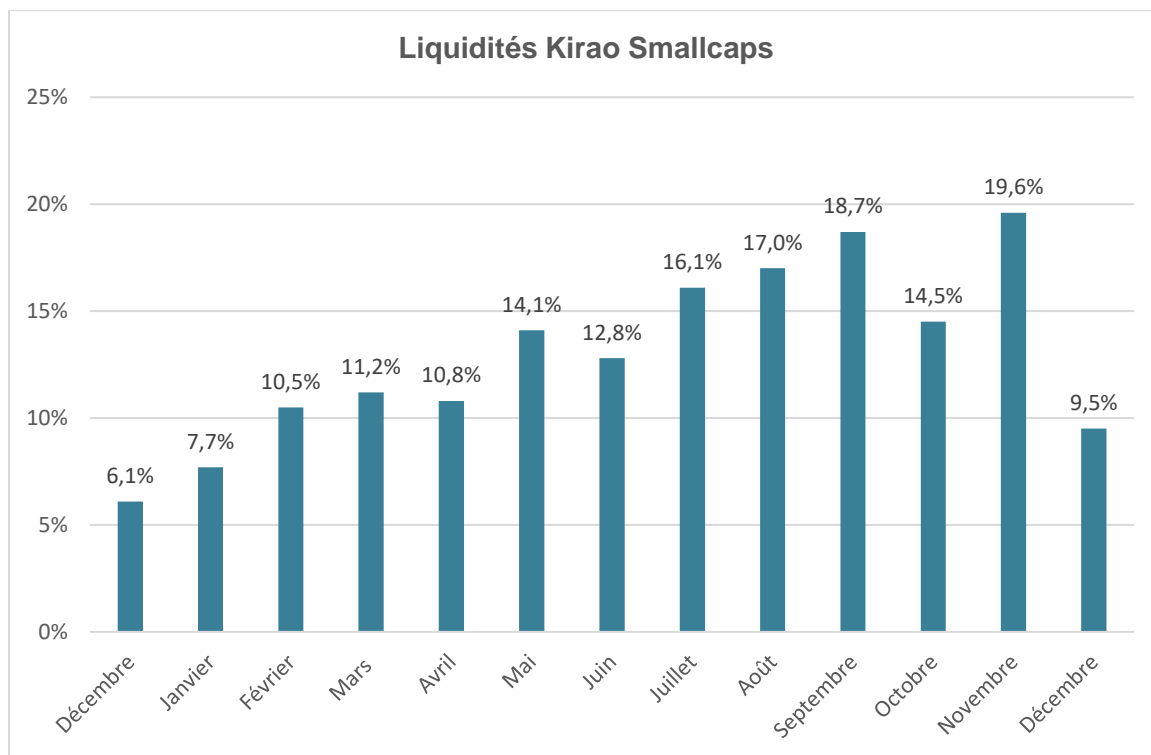
S'agissant des contributeurs positifs, ils sont évidemment peu nombreux. Dans notre *top ten*, Kering et Devoteam ont tout de même terminé l'année dans le vert. D'autres valeurs parmi les premières lignes ont bien résisté (IGE XAO, Akka Technologies et Fontaine Pajot connaissent des baisses comprises entre 2% et 6%). Et Harvest (top 20) a fait l'objet d'une OPA qui devrait être lancée prochainement.

Au global, la surperformance est assez bien répartie puisque 70% des valeurs en portefeuille font mieux que l'indice en 2018.

Mouvements :

Peu de mouvements ont eu lieu sur l'année. Le turnover est resté faible à 35%, en légère baisse par rapport à 2017 (40%). Les liquidités ont progressé de manière quasi linéaire tout au long de l'année, passant de 6% début janvier à presque 20% fin novembre. Nous nous sommes progressivement allégés sur des valeurs dont le couple rendement/risque nous semblait peu avantageux. Mais nous avons beaucoup de mal à trouver des alternatives répondant à nos exigences. Ceci a eu pour effet d'augmenter la concentration du fonds. Le nombre de lignes est ainsi passé de 43 valeurs en début d'année à 35 fin novembre. Mais les principaux poids ont peu évolué, les ventes et allègements ont surtout concerné les petites lignes du portefeuille.

En revanche, la baisse du quatrième trimestre sur les valeurs moyennes a fait naître quelques opportunités et nous a incités à renforcer certains poids (Alten, Atos, Aubay, Elis et Devoteam) et à initier de nouvelles lignes (Maisons du Monde, Beneteau, Fnac). Le cash termine ainsi l'année à près de 10%, deux fois moins qu'en novembre. Il reste tout de même à un niveau élevé.



Source : Kirao

Perspectives :

Faire des prévisions de marché est un exercice délicat pour nous car la performance du fonds est la somme de nombreuses décisions d'investissements prises indépendamment les unes des autres. Et comme mentionné plus haut, une année est un horizon de temps relativement court en matière d'investissement.

Battre l'indice chaque année n'est d'ailleurs pas un objectif en soi. Ce qui nous intéresse initialement c'est de réussir à obtenir pour chaque investissement un rendement cible supérieur au coût du capital, sur une période de 24 à 36 mois.

Notre démarche est donc absolue avant d'être relative. Ainsi, plus nous avons de difficultés à identifier des situations qui rémunèrent correctement le risque, plus nous sommes prudents.

L'inverse est tout aussi vrai. Quand des opportunités se présentent et que l'asymétrie du couple rendement/risque nous est favorable, nous augmentons notre exposition ou raisonnons par arbitrage au sein du portefeuille.

En revanche, nous ne prenons jamais de paris directionnels sur les marchés, qu'ils soient thématiques, sectoriels, géographiques ou autre. Les données macro-économiques nous sont certes très utiles, mais uniquement pour affiner les hypothèses de nos cas d'investissement. A aucun moment la macro économie n'intervient dans la construction du portefeuille.

En ce sens, notre approche est purement *bottom up*.

Concernant 2019, nous avons le sentiment que la situation est plus complexe qu'il y a un an. Fin 2017 les multiples de valorisation étaient à un niveau historiquement élevé et la probabilité d'avoir des

publications très supérieures aux attentes en 2018 nous semblait faible pour la grande majorité des valeurs que nous suivons. L'asymétrie défavorable qui en découlait était presque une évidence.

La situation est plus hétérogène aujourd'hui. Nous avons le sentiment d'être revenus dans un entre-deux. Les multiples absolus sont bien plus raisonnables après la baisse mais les niveaux d'activité - taux de croissance et de marge - restent élevés. Pour certaines sociétés, la résistance au cycle est forte et une rentabilité au plus haut historique n'est pas particulièrement inquiétante. Pour d'autres, la sensibilité au cycle économique mérite d'être étudiée car les multiples actuels pourraient n'avoir aucun sens. Mais les sociétés peu sensibles au cycle sont généralement bien, voire très bien valorisées. Par contre, celles sur lesquelles des doutes subsistent ont pu connaître des exagérations. C'est notamment ce que nous pensons au sujet de Sopra ou Maisons du Monde par exemple. Toute la finesse de notre travail réside donc dans l'analyse du profil de risque. Car deux multiples identiques ne se valent pas.

Contrairement à 2018, nous pensons qu'en 2019 les fondamentaux auront plus de poids sur les cours de bourse que l'évolution des multiples de valorisation.

Pour le reste, nous continuerons à agir en fonction de ce que nous propose le marché, société par société.

Achévé de rédiger le 12 février 2019,
Saad Benlamine