

## Performances

Le fonds Kirao Smallcaps termine l'année 2019 en hausse de +22.5% pour la part AC et de +23,8% pour la part IC, surperformant son indice de référence, le CAC Small NR (+17.23%), de respectivement 5.3 pts et 6.6 pts. Alors que le fonds va avoir 5 ans dans quelques mois, le rendement annualisé depuis son lancement est de 13.2% en part AC et 14.2% en part IC contre 4.7% pour le CAC Small NR.

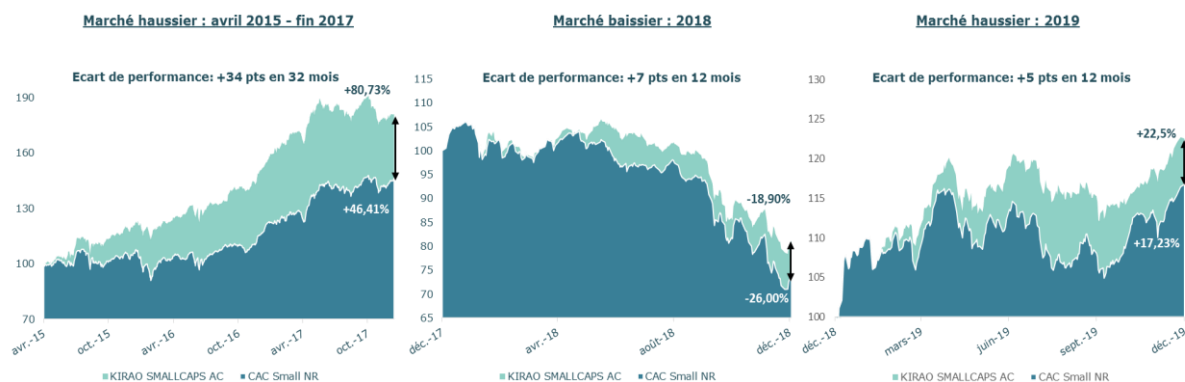
Comme nous le présentions l'année dernière, le stock picking a effectivement été plus discriminant en 2019 qu'en 2018, en particulier dans l'univers des petites et moyennes valeurs. La disparité des performances cumulées sur 2 ans au sein de la catégorie l'illustre assez bien, notamment parce que les valeurs qui ont le plus baissé en 2018 ne sont pas forcément celles qui ont le plus progressé en 2019. Et inversement.

S'agissant de Kirao Smallcaps, la performance de l'année 2019 a permis d'effacer intégralement la baisse de 2018. En revanche, notre indice de référence doit encore progresser de 15% pour revenir à son point de départ. Cela démontre l'importance de résister durant les périodes de baisse.

Nous observons d'ailleurs que, depuis l'origine, le fonds surperforme dans 53% des cas lorsque l'indice progresse (en rythme mensuel). Et dans 84% des cas lorsqu'il baisse. Comme le fonds accompagne en moyenne presque 100% des hausses mais amorti la moitié des baisses, cela signifie que l'essentiel de notre surperformance a été générée durant les mois de baisse. Cette observation correspond parfaitement à notre process de gestion et l'asymétrie que nous recherchons dans le couple rendement/risque de chaque investissement.

Depuis le lancement du fonds	Indice en hausse	Indice en baisse
Nombre de mois	32	25
Mois de surperformance	17	21
<b>Fréquence de surperformance</b>	<b>53%</b>	<b>84%</b>
Performance moyenne du CAC Small	3,5%	-3,3%
Performance moyenne de KS	3,3%	-1,7%
<b>Up/down capture ratio</b>	<b>94%</b>	<b>52%</b>

L'année 2019 est certes satisfaisante sur le plan de la performance. Mais de notre point de vue, la capacité à surperformer dans trois phases de marché très différentes l'est plus encore. Dans un contexte où la valeur ajoutée de la gestion active au sens large est remise en question, il est important de mettre en lumière l'aspect tout-terrain de nos fonds.



*Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.*

## Contributions de performance

S'agissant des contributeurs à la performance cette année, les 5 principaux sont Sopra (+300 bp), Akka (+255 bp), IGE XAO (+168 bp), Elis (+148 bp) et Kering (+123 bp). Quatre d'entre eux ont figuré une bonne partie de l'année dans le top 5. Avec des performances boursières comprises entre 30% et 80%, leur caractère relatif a été important.

Dans ce marché haussier, les contributeurs négatifs sont en toute logique peu nombreux. Les deux principaux sont Publicis (-20 bp), dont nous estimons que le point bas a désormais été atteint, et SMCP (-40 bp), pénalisé entre autres par la crise politique à Hong Kong et des craintes sur la soutenabilité de ses marges. Il est également intéressant de noter que de nombreux contributeurs positifs à la performance du fonds en 2019 sont des valeurs qui ont été renforcées pendant la baisse, en décembre 2018 (notamment Sopra, Akka, Elis, Crit, Ingenico, Alten).

Cela vient confirmer notre point de vue selon lequel la performance à long terme se construit souvent dans les baisses. Mais surtout, cela souligne l'importance pour nous d'un process analytique réalisé en interne. Car seule la maîtrise des chiffres et des hypothèses sous-jacentes nous permettent d'intervenir avec confiance lorsque la valeur de marché d'une entreprise nous paraît trop éloignée de sa valeur intrinsèque.

L'aspect tangible des chiffres nous sert de repère, et diminue, voire élimine, les aspects psychologiques et émotionnels qui peuvent interférer dans une décision de gestion.

## Regain d'opportunité sur les smallcaps

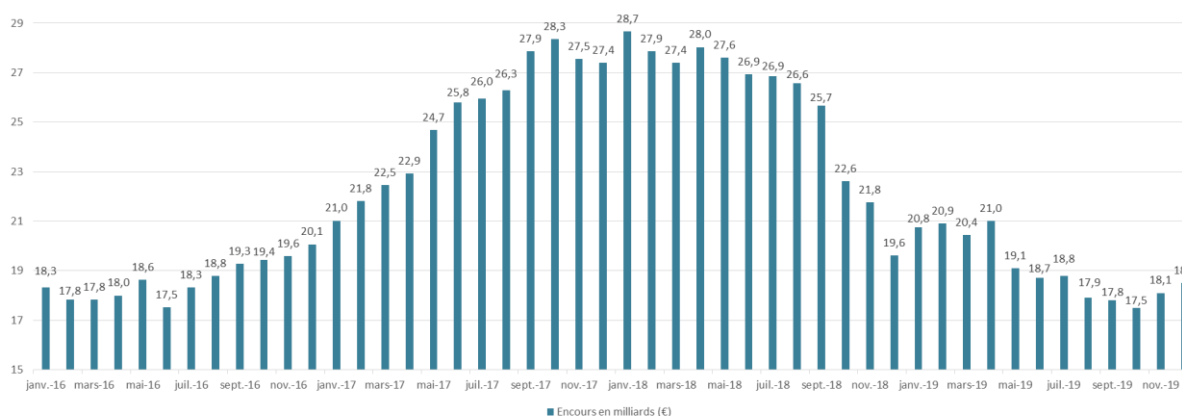
Concernant notre univers d'investissement, pour la deuxième année consécutive, les larges caps ont surperformé les smalls en 2019. L'écart s'est même nettement accentué. Il était de l'ordre de 15 points en 2018 (-8.9% pour le CAC 40 TR vs -26% pour le CAC Small NR) et a été de 13 points en 2019 (+29,2% vs +17.2%), soit un écart cumulé en deux ans de 30 points (+17.7% vs -13.2%).

Même s'il est en partie justifié (la progression des small caps fut très importante de 2012 à 2017), cet écart est inédit puisque, sur longue période, la classe d'actifs des small caps a fait preuve d'une surperformance à la fois régulière et importante.

Les trois baisses de taux qui ont eu lieu aux États Unis en 2019, aidées par le développement de la gestion passive, ont probablement eu un effet direct sur les actions les plus liquides, principalement les larges caps de croissance.

A l'inverse, la course à la liquidité a directement pénalisé les petites et moyennes valeurs. En effet, y compris effet marché, l'encours de la classe d'actifs en France a baissé de presque 40% entre septembre 2017 et octobre 2019 (source Portzamparc). Retraitée de l'effet marché, la décollecte totale a représenté 25% de l'encours moyen en 2 ans, soit 6md€.

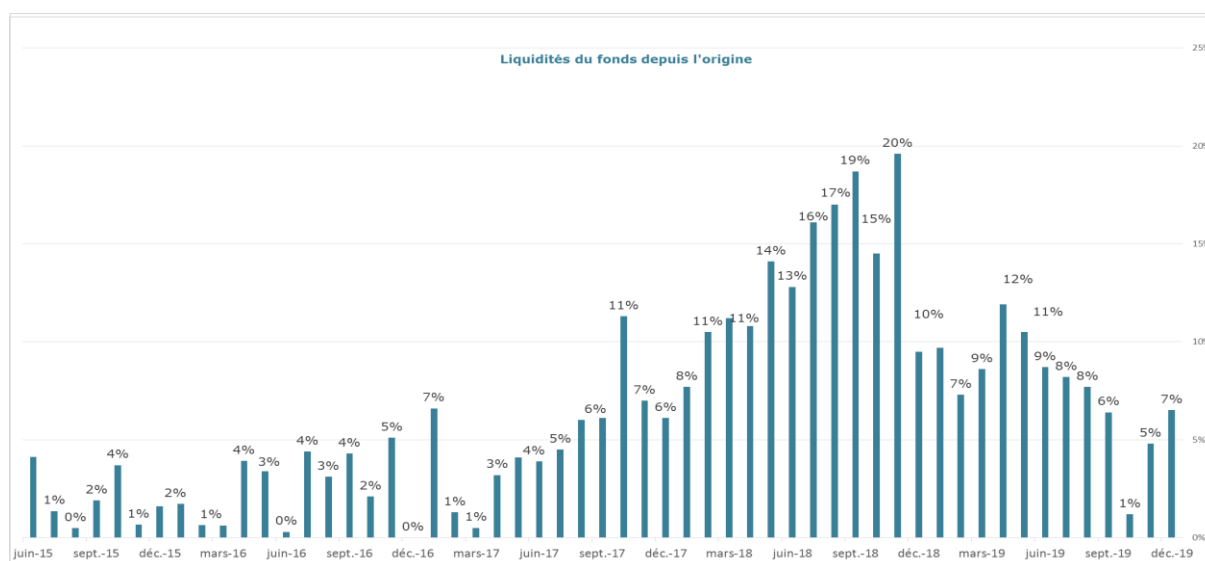
Evolution des encours de la catégorie France petites et moyennes valeurs



Sources: Kirao, Portzamparc  
De janvier 2016 au 31 décembre 2019

Mais la baisse des petites et moyennes valeurs, absolue comme relative, a au moins une vertu. Elle nous permet de trouver plus d'opportunités d'investissement depuis maintenant 12 mois. De facto, le potentiel du fonds s'est reconstitué et correspond plus à nos objectifs de rendements absolus à moyen terme. Les liquidités sont donc revenues à un niveau plus normatif.

Après avoir connu un plus haut à 20% en novembre 2018, elles ont progressivement diminué au cours de l'année, notamment au deuxième semestre. La baisse des petites et moyennes valeurs en 2018, qui s'est poursuivie en 2019 pour certaines d'entre elles, a donné naissance à quelques opportunités ciblées : Iliad, Scout24, Indra, Ontex, Virbac, Beneteau, Maisons du Monde, ou encore Easyvista.



## Une gestion résolument concentrée sur les fondamentaux

Malgré de nombreuses incertitudes macro-économiques, nous restons donc concentrés sur la sélection de valeurs, avec pour conviction qu'un cours de bourse finit toujours par suivre l'évolution des résultats. L'environnement macro-économique est le même pour tout le monde. Vouloir l'anticiper reviendrait selon nous à essayer de prévoir la météo.

En revanche, deux sociétés présentes dans le même secteur, et sur les mêmes zones géographiques, peuvent avoir des parcours opérationnels et boursiers diamétralement opposés. Il est donc préférable selon nous de pratiquer la pêche au harpon plutôt qu'au filet.

Ainsi, bien que les politiques monétaires ultra-accommodantes et l'environnement de taux nuls aient parfois rendu la notion de discipline financière obsolète, nous restons prudents face à la polarisation des marchés. Que ce soit à l'égard de certaines valeurs dites de croissance ou à l'égard de valeurs cycliques faussement peu chères.

La croissance visible est confortable et agréable. Mais ce confort a un prix. Pour l'instant, les taux bas semblent partis pour durer. Même s'il est tentant de danser alors que la musique tourne, nous nous méfions du jeu des chaises musicales. Au risque de sous performer dans un marché haussier. Nous souhaitons avant tout éviter de subir une perte permanente en capital en payant trop cher une valeur et en s'exposant à une digestion des multiples qui peut durer plus de 10 ans.

Dans un marché haussier, acheter un fonds indiciel ou thématique offre à l'investisseur la satisfaction de capter 100% de la hausse. Mais en matière d'investissement, il est plus important de bien aborder les virages que d'aller vite dans les lignes droites. La gestion passive ou thématique, par définition, ne pourra jamais ralentir avant d'entrer dans un virage et encore moins accélérer avant d'en sortir.

Nous restons donc focalisés sur la détection de ruptures, ces moments particuliers que vivent à un moment ou un autre les sociétés et qui, parfois, donnent naissance à des inefficiences boursières. Bien que notre valeur ajoutée soit moins perceptible durant un marché haussier, nous restons confiants sur notre capacité à obtenir, dans la durée, un rendement qui rémunère correctement le risque.

Saad BENLAMINE

Achévé de rédiger le 20/02/2020