

En 2020 la performance du fonds a été globalement en ligne avec celle de son indice de référence : +8.7% en part IC et +7,7% en part AC contre +8.5% pour le CAC Small NR.

De son côté, le CAC Mid & Small a réalisé une performance proche de zéro (-0.1%) tandis que les indices CAC 40 NR et CAC All Tradable NR ont sensiblement baissé de -5.6% et -4.9% respectivement.

Depuis l'origine, en avril 2015, la performance du fonds est de +104% (+93% pour la part AC) contre 37.8% pour l'indice de référence.

Le rendement annualisé est de 13.3% pour le fonds Kirao Smallcaps en part IC et de 5.8% pour le CAC Small NR. Il est deux fois supérieur et obtenu avec une moindre volatilité.

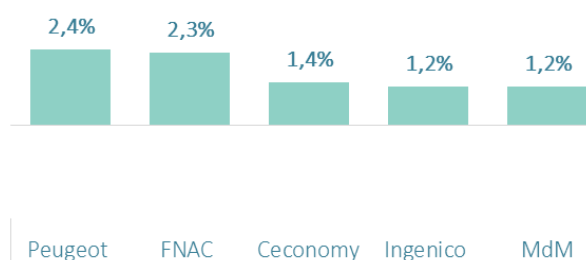
En 2020, la performance du fonds, comme celle de l'indice, n'a pas été linéaire. Du 1er janvier au 18 mars, la valeur liquidative du fonds a baissé de 34%. A l'inverse, entre le 18 mars et le 31 décembre, la hausse a été de 63%, dont +30% sur les deux derniers mois.

S'il fallait illustrer les dangers du *market timing*, nous n'aurions pas trouvé meilleure période que l'année 2020.

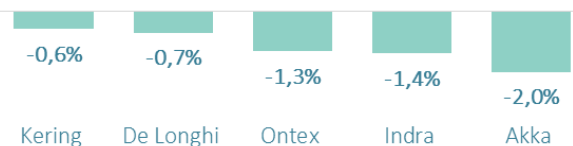
Cette année volatile a fait apparaître des opportunités sur certains titres que nous avons su mettre à profit. En effet, les six premiers contributeurs à la performance du fonds sont tous le fruit de mouvements qui ont été réalisés entre le mois de mars et le mois de juin. C'est l'occasion de rappeler que nous ne faisons pas de « market timing » mais du « stock timing » quand les occasions se présentent.

Contribution à la performance annuelle :

Principales contributions positives



Principales contributions négatives



Fnac Darty, par exemple, avait une capitalisation boursière de 450 m€ lorsque nous avons initié une ligne de 2% en mars dernier (à un cours de 17€). Contrairement à ce qu'impliquait son cours de bourse au plus fort de la crise, l'activité en ligne a finalement compensé une bonne part des ventes perdues durant le premier confinement et le groupe a gagné d'importantes parts de marché lorsque ses magasins ont rouvert.

In fine, le groupe réussi l'exploit de terminer l'année avec un chiffre d'affaires en légère croissance alors que son parc de magasins a été fermé pendant presque deux mois... Et le groupe a depuis annoncé que son résultat opérationnel sera supérieur à 210m€ en 2020 avec une génération de cash plus élevée qu'en 2019... A 17€ nous avons donc investi sur un multiple d'à peine 2x le résultat opérationnel et un *free cash flow yield* supérieur à 30%.

D'autres sociétés sur lesquelles nous sommes intervenus présentaient aussi des valorisations de quasi faillite. Elles ont finalement délivré des résultats très supérieurs aux attentes. C'est le cas de Peugeot, Ingenico (sous OPA initiée par Wordline lorsque nous y avons investi), Maisons du monde, Publicis ou encore Ceconomy. Ces derniers sont les cinq principaux contributeurs à la performance du fonds après Fnac Darty.

La somme de ces six contributions représente 9.6 pts de performance pour un poids moyen cumulé de seulement 12%. Ces mouvements ont donc été extrêmement relatifs sur la performance du fonds.

Certains de nos mouvements, opérés à un moment opportun, ont permis de transformer une contribution qui aurait été négative, sans intervention de notre part, en contribution positive. Il en va ainsi d'Elis par exemple, qui était la 2^{ème} ligne du fonds avec un poids de 5.5%. Nous avons renforcé notre position d'un peu plus de deux points – soit 50% de son poids – mi-mars alors qu'elle baissait de 67% en YTD. Au final, cela a permis à Elis d'avoir une contribution de performance positive sur l'année alors que son cours de bourse a baissé de 26% sur la période.

S'agissant des contributions négatives, Akka est la plus forte avec 2 points en 2020. Nous avons commencé à alléger la ligne mais, a posteriori, nous avons manqué de réactivité alors que son exposition aux secteurs de l'automobile et de l'aéronautique conjuguée à un niveau d'endettement important représentaient un risque élevé. Comme dans le cas d'Elis nous nous tenions prêts à intervenir mais en lançant une augmentation de capital réservée à un prix de 22.5€, avec une prime sur le cours de bourse, le groupe nous a coupé l'herbe sous le pied. Nous jugeons aujourd'hui le couple rendement/risque encore trop faible pour renforcer mais suivons la situation de près.

Indra et Ontex ont également pesé sur la performance. Nous pensons néanmoins être proches d'un niveau plancher sur ces deux valeurs, tant du point de vue des fondamentaux que de la valorisation.

Principaux mouvements de l'année :

Secteur	Poids fin 2019	Poids fin 2020	Variation vs. 2019	Mouvements
Industrie	8%	17%	+9 pts	(+) Peugeot, Fiat Chrysler, Plastic Omnium, Akwel, Manitou
Distribution	3%	11%	+8 pts	(+) Ceconomy, FNAC, Maisons du monde
Immobilier commercial	0%	4%	+4 pts	(+) URW, Klepierre
Medias	8%	12%	+4 pts	(+) Publicis, TF1, M6
Santé	4%	5%	+1 pts	-
Services	11%	11%	0 pts	(+) BVI, Synergie
IT Services	25%	23%	-2 pts	(+) Econocom, Snp Schneider (-) Akka Technologies
Biens de consommation	14%	9%	-5 pts	(-) SMCP, De Longhi, Hugo Boss, Brunello Cucinelli
Technologie	21%	6%	-15 pts	(-) Aures, EasyVista, Evolis, Harvest, Ingenico
Liquidités	7%	3%	-4 pts	-
TOTAL	100%	100%	0%	-

Du fait des mouvements évoqués plus haut, les pondérations sectorielles ont fortement évolué.

1/Le poids du secteur industriel a beaucoup augmenté suite aux investissements réalisés dans le secteur automobile (Peugeot, FCA, Akwel et Plastic Omnium) et dans Manitou, fabricant de matériel de manutention.

2/Idem dans la distribution non-alimentaire dont le poids a augmenté de 8 points, passant de 3% à 11% du fonds.

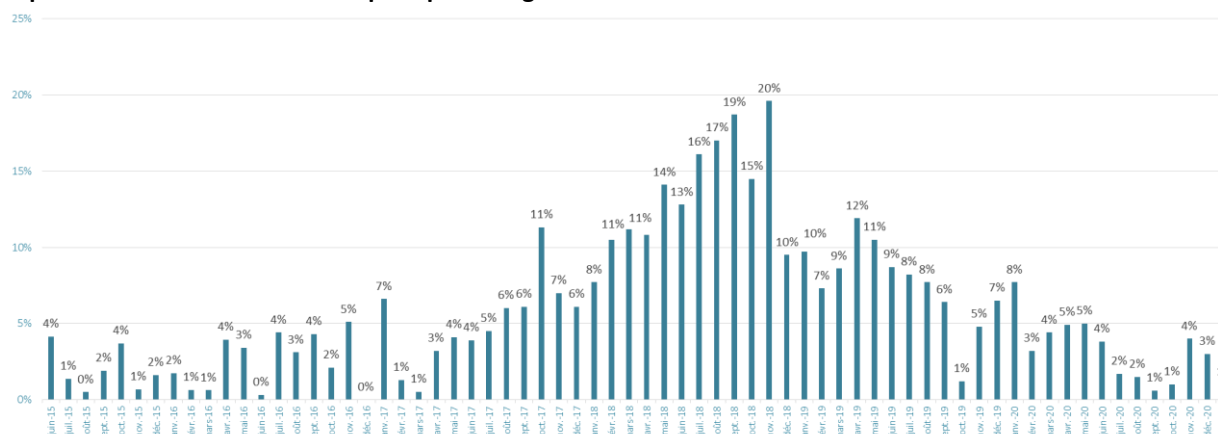
3/Le secteur des médias a aussi été renforcé (+4pts)

4/Et les foncières commerciales (Unibail et Klépierre) sont apparues pour la première fois en portefeuille avec un poids de plus de 4%.

Dans une logique d'arbitrage, ces achats ont été principalement financés par la cession de sociétés dans le secteur des logiciels : Evolis et Harvest (8% du fonds à elles deux) et EasyVista (ayant fait l'objet d'une OPA à laquelle nous avons apporté nos titres). Nous avons également cédé certaines sociétés dans le secteur des biens de consommation, l'habillement notamment, fortement impactées par la crise (SMCP et Hugo Boss).

Nous avons aussi utilisé les liquidités du fonds qui sont revenues à des niveaux proches de zéro. Après avoir atteint 20% fin 2018, elles n'ont fait que baisser depuis.

Liquidités du fonds Kirao Smallcaps depuis l'origine



Du fait de la crise et des mouvements évoqués plus haut, le turnover du fonds a aussi fortement augmenté en 2020. Même s'il est resté faible en absolu, il est tout de même passé de 13.5% en 2019 à 32% en 2020.

Notre turnover est traditionnellement bas, proche de 15% à 20%, mais nous savons être plus actifs lorsque le marché nous propose de bons couples risques/rendements sur des sociétés que nous connaissons de longue date ou que nous apprenons à connaître dans ces circonstances.

Fin 2020, environ 30% des valeurs en portefeuille n'y étaient pas présentes en 2019.

Perspectives

Nous tenons à souligner que le fonds a délivré une performance proche de 9% en 2020 sans que les multiples de valorisation n'aient fortement progressé. Cette stabilité donne des indications sur le risque que le fonds embarque et sur son potentiel d'appréciation.

En 2021, sauf événement exceptionnel, le turnover du fonds devrait revenir sur des niveaux plus normatifs. En effet, les mouvements réalisés cette année le positionnent pour la reprise. Même si la hausse a été forte en fin d'année, les valorisations des sociétés en portefeuille demeurent très raisonnables.

Politique ESG

En 2020 Kirao a accentué sa démarche ISR. Cela a commencé par la rédaction de notre charte ESG et la signature des principes d'investissement responsable des Nations Unies (UNPRI).

Sur le sujet de la gouvernance ensuite, en plus des aspects que nous avons toujours scrutés dans l'intérêt des minoritaires que nous sommes (politique de rémunération des dirigeants, augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription, plans d'attributions gratuites), nous avons établi une matrice de notation qui évalue plusieurs critères (indépendance des conseils d'administration, part de la rémunération des dirigeants liée à des objectifs quantifiés à long terme, etc). Celle-ci nous permet de gagner en finesse et d'avoir plus de matière pour dialoguer avec les entreprises dans lesquelles nous souhaitons investir.

Nous avons également amendé notre politique de vote et votons désormais à toutes les assemblées générales des sociétés en portefeuille.

Cette année, nous avons aussi calculé les empreintes carbone des portefeuilles et réalisé un reporting ESG des fonds. Ces derniers seront réalisés régulièrement. La note de durabilité de Morningstar pour le fonds Kirao Smallcaps est d'ailleurs de 5 globes sur 5 et le classe dans le premier décile de sa catégorie. Sa notation est d'ailleurs meilleure que certains fonds labélisés ISR.

Parce que les enjeux ESG débutent en interne, il est important de souligner que Kirao a depuis l'origine mis en place une démarche RSE cohérente avec nos valeurs (politique d'achats durables, gestion des ressources responsable, politique de rémunération attractive, formation permanente, encouragement des déplacements à vélo, cours de sport dans les locaux...).

Enfin, soucieux de mener des actions à fort impact, nous avons décidé en 2020 d'agir concrètement en reversant 1% de notre chiffre d'affaires pour des missions philanthropiques au travers d'un partenariat privilégié avec une fondation, Impala avenir, que nous connaissons de longue date.