

LE POINT DE VUE DU GERANT

MARS 2025

Chers investisseurs,

Depuis 3 ans le segment des petites valeurs en Europe souffre de crises successives, Covid, crise des chaînes d'approvisionnement post covid, guerre en Ukraine, et crise énergétique ont fragilisé les petites valeurs cotées. Les chocs exogènes n'expliquent pas tout, à cela s'est ajouté un corpus de réglementations, de normes européennes et nationales qui rendent plus contraignante et plus coûteuse la cotation en bourse, décourageant les vocations.

Tout cela n'a pas été de tout repos et force est de constater que depuis trois ans notre style d'investissement orienté sur la qualité et la croissance est fortement pénalisé, affichant une stabilité des performances, après le choc de 2022, là où les grands indices ont poursuivi leur hausse. Dans ce contexte compliqué les choses ont beaucoup changé en un an.

Parmi les principales positions du fonds, l'année 2024 aura été marquée par les sorties de Nexus et d'Esker qui ont fait l'objet d'OPA. C'est une tendance de fond, les deux années qui viennent de passer ont en effet été marquées par les retraits de cote et ils sont nombreux : EQS group, SII, Salcef, Esker, Musti Group ou encore Nexus, rien que pour des valeurs de votre fonds. Le fait marquant n'est pas tant le nombre de sorties que la faiblesse des primes payées et les acteurs de ces retraits. Dans la grande majorité des cas ce ne sont pas des offres effectuées par des concurrents mais des retraits de cotes initiés par les fondateurs et les managers avec l'aide de fonds d'investissements. Les valorisations de sorties ne sont pas élevées, comme d'habitude, si le marché ne fait pas son travail de valorisation d'autres le font à sa place, les fonds de *private equity* ne s'y trompent pas, il y a des affaires à faire.

Les autres positions importantes du fonds, ID Logistics, Sol, 2G Energy, et Atoss Software restent dans le top 10 et continuent de générer des performances opérationnelles et boursières tout à fait satisfaisantes. Les déceptions ont affecté essentiellement Laboratorios Rovi, Aixtron et Datagroup dont les positions ont été entièrement cédées pour les deux premières et réduite pour Datagroup. Les investissements dans le domaine de la santé en Europe ont été peu concluants, hormis Siegfried qui reste performante, peu de valeurs sont sorties du lot. Il en va de même pour les semi-conducteurs en Europe qui n'en finissent pas de traverser le désert de la contreperformance du secteur automobile et du smartphone et qui restent faiblement exposés à la thématique IA. En un an, l'exposition du fonds aux semis est passée de 11.1% à 4.6% sous l'effet de la baisse des cours et des cessions. L'exposition globale à la technologie (logiciels, service IT, technologie, semi-conducteurs et medtech) a baissé de 45% à 40%. L'exposition aux industrielles a pour sa part été remontée de 20% à 24%.

Parmi les performances notables, QT Group qui n'a certes pas retrouvé ses plus hauts de 2024 a tout de même remonté de plus de 80% depuis ses points bas de 2023, la société italienne TXT-e poursuit son petit bonhomme de chemin, l'investissement initié en 2023 a maintenant été multiplié par deux et devrait continuer de bien fonctionner sous l'effet d'une belle croissance organique, d'une très bonne génération de cash-flow et d'acquisitions ciblées. Dans un registre différent le distributeur Finlandais Puuilo est lui aussi rentré dans les dix premières valeurs du fonds.

Les mouvements engagés depuis deux ans ont été poursuivis, la baisse du poids de l'Allemagne est arrivée à son terme à 35% du fonds et ne devrait pas baisser beaucoup plus. L'Italie (16.5% des investissements) et la Finlande (12.3%) sont montées en puissance. Ces mouvements progressifs permettent de ne pas dégrader le profil qualité croissance du fonds tout en ayant un impact positif sur sa volatilité. De la même manière la taille moyenne des sociétés en portefeuille a augmenté afin d'accroître la mobilité du fonds dans un univers d'investissement qui reste peu liquide. La médiane de capitalisation boursière des valeurs du fonds est passée à 1.2Md€ (vs moins de 900M€ il y a un an), et la moyenne pondérée est passée au-dessus de 2Md€. Ce mouvement va se poursuivre, les difficultés du marché des petites valeurs et le manque de liquidité sur les *smalls* et les *micro-caps* en particulier, risque de se prolonger tant que le cycle de croissance ne redécalle pas fortement en Europe. La mise en place de la nouvelle administration américaine crée beaucoup de volatilité mais les plans de relance et d'investissements en Europe rassurent, le fonds reste diversifié sur ses expositions pour l'instant, même s'il est plutôt concentré. Les dix premières positions représentent presque 40% du fonds et les 20 premières 65%.

La philosophie d'investissement ne change pas, le fonds Perspectives privilégie toujours la croissance rentable, le retour sur capitaux employés et des taux de conversion de cash-flow élevés, des éléments clés dans la période inflationniste que nous connaissons. Le retour sur capitaux employés (ROCE) moyen pondéré des valeurs du fonds poursuit sa hausse, il est maintenant au-dessus de 37% et le taux de conversion de cash-flow moyen pondéré (part de l'EBITDA transformé en cash-flow) est supérieur à 50% !

La croissance des EPS des valeurs du fonds est en moyenne (pondérée à 3 ans) à 19.5% pour un ratio de PE estimé pour les 12 prochains mois de 18.5x, un PEG de 0.95x. De fait, depuis le début de l'année et malgré de très fortes secousses sur les marchés et sur les grandes valeurs de croissance, la performance du fonds résiste bien, probablement parce que les valorisations ne sont pas élevées et que la saison de publication qui vient de passer a été rassurante.

Gérant
Tanguy de KERVILER

