

Rapport au 30 décembre 2016

En recul la majeure partie de 2016 (jusqu'à -15,04% à son plus bas du 12 février), l'indice CAC All-Tradable net de la **Bourse de Paris réalisa finalement une cinquième année de hausse consécutive (+ 6,38%)** grâce à un rebond de 9,83% au quatrième trimestre (+ 6,10% pour le seul mois de décembre).

La plupart des évènements politiques redoutés par les investisseurs en début d'année se concrétisèrent pourtant : Brexit, démission de Matteo Renzi en Italie, élection de Donald Trump...

L'évolution de l'économie mondiale n'apporta pas non plus de soutien particulier avec une croissance une fois de plus révisée à la baisse et attendue par la Banque Mondiale à un plus bas d'après-crise de 2,3%, celle de la zone Euro se tassant de 2,0% en 2015 à 1,6%, un rythme qui serait à peine maintenu en 2017 et 2018.

Les politiques monétaires des grandes banques centrales demeurèrent déterminantes et si la Federal Reserve américaine stabilisa son bilan, la BCE accrut encore le sien de 882 milliards d'euros (+ 1.759 milliards depuis fin 2009) et la Banque du Japon de l'équivalent de 968 milliards d'euros...

Abondance de liquidités et maintien de taux d'intérêts très bas continuèrent à pousser les investisseurs aux prises de risque, dans une quête désespérée de rendement.

Ces **prises de risque sont bien visibles sur nos marchés de prédilection des petites et moyennes capitalisations** qui attirent de plus en plus d'investisseurs. Quand le CAC40 NR (dividendes nets réinvestis) gagnait 6,67% en 2016 et "seulement" 48% sur 4 ans, l'indice CAC Mid & Small NR progressait de 8,33% et de 87% sur 4 ans, l'indice CAC Small NR de 11,10% et de 100% sur 4 ans.

Ces hausses ont porté les **valorisations à des niveaux historiquement très élevés** : 25,5 pour le P/E 2017 et 12,2 pour le ratio valeur d'entreprise sur résultat d'exploitation du CAC Mid & Small (consensus Factset).

Pour les cent sociétés de capitalisations boursières comprises entre 105 et 2.600 millions d'euros que nous suivons plus particulièrement (notre "cœur de cible"), nous estimons ce dernier ratio à 11, un niveau **peu propice à des achats** alors que **l'attention portée aux prix d'acquisition est un des fondements de la politique d'investissement de Stock Picking France**.

De notre point de vue, même si elles affichent souvent des taux de croissance supérieurs à ceux des grandes valeurs, les petites capitalisations présentent des risques spécifiques qui justifient une décote : liquidité boursière réduite mais aussi risques opérationnels (plus forte dépendance à un ou quelques hommes clés, moindre diversification marché ou produit, etc.). Assumer ces risques suppose un horizon d'investissement long qui n'est pas forcément celui des investisseurs arrivés dernièrement. A terme, il pourra en découler des opportunités...

Le contexte de prix élevés de 2016, les opérations financières sur Cegid ou Demos et une gestion raisonnable du poids des plus grosses pondérations aboutirent à une nouvelle hausse de la **trésorerie**, passée en un an de 46,9% à 49,5% de l'actif net (**49,8% en moyenne sur l'année**).

Cette trésorerie importante explique en partie la faible volatilité (un peu moins du tiers de celle de l'indice) et la résistance à la baisse (- 4,79% au plus bas du 12 février) de la valeur de la part de votre Fonds. **Décisive, la bonne performance du portefeuille actions (+ 29,3%)** permit **l'appréciation de 13,00% de cette valeur**.

Presque tous les titres contribuèrent positivement ; l'impact de la seule contreperformance notable (Microwave Vision) se limite à - 0,3% de l'actif moyen.

68% de la performance nette du portefeuille (94% en 2015) est attribuable à six titres et **40% aux deux plus grosses pondérations : Le Noble Age et Groupe Guillin** (9,65% et 7,87% de l'actif net au 31 décembre 2015, 8,99% et 7,03% fin 2016). Des résultats 2015 brillants, l'annonce de résultats d'exploitation courants en hausse au premier semestre 2016 de 23% pour Le Noble Age et de 41,6% pour Groupe Guillin et des perspectives favorables, permirent aux cours des deux titres de progresser de respectivement 35,6% et 40,3%.

Des lignes plus petites apportèrent également une contribution significative du fait de l'envolée de leurs cours : + 79,6% pour ESI Group, + 79,7% pour Voyageurs du Monde ou encore + 80,6% pour Dom Security.

Au 31 décembre, sur la base de nos estimations et en moyenne pondérée du poids des lignes dans l'actif net, le P/E 2017 du portefeuille de Stock Picking France est de 14,8 et son ratio valeur d'entreprise sur résultat d'exploitation de 9,2, **encore décotés** par rapport à ceux du marché **mais**, revenus à leurs niveaux de 2006 et **au plus haut des douze dernières années**.

2017 pourrait donc être une année plus difficile d'autant que les évènements politiques de 2016 ont renforcé les incertitudes et les risques, par exemple ceux liés à une montée du protectionnisme.

Dans cet environnement, **il ne nous semble pas opportun de réduire nos exigences tant en termes de prix payés lors de nouveaux investissements que dans la gestion de la liquidité du Fonds**.