

Rapport au 29 décembre 2017

Le maintien en 2017 de politiques monétaires "accommodantes", notamment par la Banque Centrale Européenne, demeura déterminant dans l'évolution des marchés actions.

Comme le note le FMI dans son dernier rapport sur la stabilité financière dans le monde : "les investisseurs sont forcés de sortir de leur habitat naturel de risques et d'accepter des risques de crédit et de liquidité plus élevés pour doper les rendements."

En France, les taux des obligations d'Etat à dix ans sont inférieurs à 1,5% depuis maintenant près de trois ans et demi (0,66% en fin d'année) ; ceux à cinq ans sont négatifs de 0,11%...

Offrant des rendements sur dividende voisins de 3% (CAC40), les actions offrent une alternative séduisante. Même s'ils les savent historiquement chères, beaucoup d'investisseurs continuent à les surpondérer : elles constituent "par défaut" le meilleur placement.

Après plusieurs années décevantes, l'évolution économique mondiale fut un autre soutien précieux pour les marchés actions : en 2017, pour la première fois depuis la crise, la croissance des principales régions du monde surprit positivement, en particulier celle de la zone Euro (PIB 2017 estimé dernièrement par la Banque mondiale en hausse de 2,4% au lieu des 1,5% attendus en début d'année).

Cet environnement favorable permit à l'indice **CAC All-Tradable net d'enregistrer sa sixième année de hausse consécutive (+ 14,3%)**.

En vogue auprès d'investisseurs attirés par leurs bonnes performances des années précédentes, les **petites et moyennes capitalisations amplifièrent cette tendance** du fait de l'étroitesse de leurs marchés. L'indice Mid & Small NR bondit de 24,2% (132% en cinq ans) portant les valorisations à des sommets inconnus au cours des vingt six années d'existence de Stock Picking France (hors bulle des valeurs "internet" de la fin des années 90). En moyenne, sur la base des estimations de résultats pour 2018, les valeurs composant l'indice Mid & Small capitalisent 20,6 fois leur bénéfice net, ont une valeur d'entreprise équivalente à 16,7 fois leur résultat d'exploitation et 11,1 fois leur EBITDA, des niveaux supérieurs d'environ 30% à ceux du CAC40...(consensus Factset).

De notre point de vue, **ces valorisations n'offrent aucune marge de sécurité et occultent totalement le risque de liquidité**. Les fortes baisses journalières (parfois supérieures à 10%) qui accompagnent la moindre déception sont un premier signe de la fragilité des cours.

Dans ce contexte, la politique de gestion de Stock Picking France resta constante mais, avec une **attention accrue portée à la liquidité**. Les sociétés dont le fonds détient plus de 10% du "flottant" ont ainsi vu leurs poids dans l'actif net passer de 35%, il y a quatre ans, à 3% au 31 décembre.

Les plus importantes cessions de l'année, pour des montants respectifs de 22,6 M.€ et 12,2 M.€, sont imputables à la réduction des deux plus grosses pondérations : de 9,0% à 4,2% de l'actif net du fonds pour Le Noble Age (gain réalisé sur l'année équivalent à 51,6% de la valeur de la ligne au 31 décembre 2016) et de 7,0% à 2,8% pour Groupe Guillin (gain réalisé sur l'année équivalent à 14,6% de la valeur de la ligne au 31 décembre 2016, le titre ayant perdu 21% au quatrième trimestre pour ne plus gagner que de 4,5% sur l'année).

L'appétit des investisseurs fut également mis à profit pour céder les titres trop bien évalués ou aux marchés trop étroits et ceux des sociétés aux fondamentaux les moins solides.

La ligne d'Ipsos (14 M.€) constitua le seul investissement significatif et, par solde, la **trésorerie du Fonds progressa de 49,5% de l'actif net fin 2016 à 62,4% fin 2017** (58,2% en moyenne sur l'année). Placée de façon prudente, cette trésorerie contribua négativement à la performance à hauteur de 0,08% de l'actif net moyen.

Le portefeuille actions s'apprécia de 37% (29% en 2016), permettant une hausse de la part du fonds de 14,3%, en ligne avec celle de l'indice CAC All-Tradable net.

A l'exception de Speed Rabbit Pizza (-0,01% de l'actif net moyen), tous les titres contribuèrent positivement et trois d'entre eux à hauteur d'un peu plus des trois quart de la performance : Le Noble Age, Mersen et Bonduelle (hausse respectives des cours de 65%, 83% et 75%...).

Recentré au 31 décembre sur seulement quatorze lignes, le portefeuille de Stock Picking France présente des **ratios d'évaluation sensiblement inférieurs à ceux de l'indice mais néanmoins à un plus haut historique** : PER de 16,9, valeur d'entreprise capitalisant 10,1 fois le résultat d'exploitation (en moyenne pondérée et sur la base de nos estimations de résultats pour 2018).

Du fait de leur moindre liquidité, les marchés des petites valeurs subissent périodiquement des excès, à la hausse comme à la baisse. La durée et l'ampleur de ces excès sont bien sûr imprévisibles. Les **valorisations sont notre meilleur guide** et nous paraissent justifier la **position défensive** adoptée par Stock Picking France. Au delà d'opportunités ponctuelles, **seule une correction majeure permettrait un fort réinvestissement**.