

La lettre de Conjoncture

Juin-Juillet 2011

Alors que les valeurs moyennes bénéficiaient d'un solide momentum depuis le début de l'année, elles sont restées en retrait sur le mois de juin. Le fort rebond des indices, enregistré sur la fin de la période, a principalement concerné les grandes valeurs, financières en particulier, laissant temporairement de côté les plus petites capitalisations.

Aussi, le moment nous a-t-il semblé opportun pour faire le point sur cette catégorie d'actifs dont le potentiel d'appréciation ne nous semble pas épuisé.

A la Financière de Champlain, découvrir les « valeurs de demain » fait partie de notre ADN. Nous avons participé à l'émergence du secteur de l'environnement avec de petites valeurs, comme Solar Millennium qui sont aujourd'hui des leaders dans leur domaine.

L'esprit pionnier de l'explorateur Samuel de Champlain est encore bien présent dans notre gestion et le restera !

Bonne lecture et bonnes vacances !

Small is beautiful !

Trois questions à Jean-François DESCAGES,
Président – Directeur de la Gestion
de Financière de Champlain.

Après avoir sous-pondéré les valeurs moyennes en 2009, vous êtes revenu massivement sur cette classe d'actifs en 2010. Envisagez-vous un changement de cap après la forte hausse depuis le début l'année ? Pourquoi ?

La baisse du poids des valeurs moyennes en 2009 répondait à des considérations tactiques liées aux problèmes de liquidité aigus sur cette classe d'actifs. Depuis 2010, nous sommes revenus massivement sur les small et mid caps. La baisse récente ne remet pas en cause cette stratégie. En effet, il est difficile aujourd'hui d'apprécier « globalement » le niveau valorisation des valeurs moyennes tant les évolutions sont contrastées depuis le début de l'année. En revanche, force est de constater que :

- jusqu'à l'annonce des résultats semestriels, **l'évolution des cours de bourse devrait être dictée par la macro-économie**. Or la crise grecque n'est pas définitivement réglée : la contribution du FMI et du secteur privé restent en suspens jusqu'à la rentrée... Les marchés devraient donc rester durablement mal orientés d'autant que les publications du T2 devraient traduire un effet de base défavorable par rapport au T2 2010. C'est l'occasion pour les petites et moyennes valeurs, positionnées sur des niches et moins exposées aux soubresauts de l'économie mondiale, de se faire remarquer !

- après la sur-performance engrangée par les midcaps depuis le début de l'année, **un écrémage est inévitable de la part des investisseurs et il a déjà commencé !** Le moindre retard par rapport aux prévisions sera lourdement sanctionné. En revanche, les « recoveries » qui n'ont pas encore été jouées par les marchés feront l'objet d'une forte demande. C'est pourquoi nous pensons que la volatilité et les écarts de performances entre les valeurs moyennes devraient encore se creuser. Place aux stock-pickers donc ! Une approche que nous entendons déployer sur l'ensemble de notre gamme où les valeurs moyennes sont déjà bien présentes....

Malgré cette approche de stock pickers, de grandes tendances se dégagent-elles dans votre allocation sur les valeurs moyennes ?

Oui, 4 tendances se dégagent dans le contexte actuel :

1/ Small is beautiful

Les petites valeurs oubliées par le marché, sont celles qui potentiellement pourraient réserver le plus de (bonnes) surprises... Avec ce type de valeurs, c'est avant tout une question de convictions, de connaissance du management qui fait qu'on acquiert la certitude que le potentiel de croissance n'est pas dans les cours. Ce fut le cas avec Visident (+50% en mai) et tout récemment avec César, qui fut notre premier placement à la création du fonds Performance Avenir en 2003 ! Nous étions sortis du dossier après de belles prises de bénéfices. Nous y revenons suite au changement de management (reprise de la société par l'un des fondateurs de la Grande Récré) ! Dans ce domaine, l'antériorité sur le marché constitue clairement un atout...

2/ Diversification géographique

Les risques que fait peser la crise de la dette souveraine sur les économies du sud de l'Europe nous conduisent à rechercher de nouvelles zones d'investissement plus stables. Outre les pays émergents, largement représentés dans nos fonds environnement, nous misons sur la bonne résistance des économies de **l'Europe du Nord**. Historiquement présents sur des titres tels que le finlandais *Lassila Tikanojika* (traitement des déchets) et *Tomra* (recyclage), nous avons récemment saisi de nouvelles opportunités en Chine avec *Powerland* dans la maroquinerie de luxe. En revanche, nous nous sommes allégés sur *HF Company* dont une partie de la clientèle se trouve en Europe du Sud et sur *Voyageurs du Monde* qui pâtit du contexte géopolitique du bassin Méditerranéen...

3/ Acyclicité et expertises thématiques

Cette approche géographique doit être pondérée par la visibilité des business models. Nous restons présents sur une valeur comme *Pizzorno* implantée au Maroc et en Tunisie car les contrats signés avec les collectivités locales portent sur 15 ans voire plus... Notre expertise dans le domaine de l'environnement et de la santé nous permet de bien identifier les secteurs qui ont démontré leur caractère défensif (maisons de retraite, eau...) et, à l'intérieur même d'une filière, les différences de comportements face aux cycles économiques (producteurs de panneaux vs exploitants dans le solaire par exemple). Elle nous permet également d'identifier sur le terrain les spécialistes locaux qui

Focus Valeur

Hologram Industries : quand l'éthique mène à la performance

Hologram est une société emblématique de nos convictions. Son métier : les solutions optiques et numériques d'authentification des documents et des produits. Elle contribue ainsi à la lutte contre le blanchissement, l'immigration illégale, la contrefaçon... C'est aussi une entreprise responsable dans la pratique de son métier avec une de nos meilleures notations ISR (72/100) et un accent particulier mis sur le capital humain. Malgré des conditions de travail parfois difficiles, l'absentéisme fait l'objet d'un suivi important. La société s'est par ailleurs engagée dans une démarche de certification environnementale ISO 14001 et a mis en place une politique de « qualité totale » avec l'adoption d'un code de conduite par tous les salariés. Enfin, c'est une petite valeur qui recèle encore un fort potentiel boursier. Après une année de transition en 2010, la société a retrouvé le chemin de la croissance (+ 40% au T1) et vise un CA de 50 M€ avec une marge d'exploitation de l'ordre de 20%. Hologram devrait être portée dans les années à venir par le durcissement de la réglementation en matière de sécurité, de propriété intellectuelle et de traçabilité des flux financiers. La technicité de ses produits (11% du CA en R&D) et la récurrence du CA constituent autant de garanties pour l'actionnaire. Achetée à 14 € début 2011 dans le portefeuille de Performance Responsable, elle progresse de 12% depuis l'achat et représente 5% du portefeuille. Objectif de cours : 20 euros.

sont en général de petites valeurs. Par exemple nous suivons avec intérêt, en ce moment, *Centro Solar*, bien positionnée pour profiter du redéploiement des énergies renouvelables en Italie.

4/ Retour des « Cost killers »

Dans un contexte de **rigueur budgétaire accrue**, nous nous intéressons également de très près à tous les acteurs qui permettent, par des services très ciblés, de réduire les coûts de leurs clients. Je pense par exemple à *Afone*, dont l'offre, basée sur une baisse des coûts des connections dans le cadre du paiement électronique peut potentiellement séduire toutes les TPME ! Le secteur de **l'efficacité énergétique** regorge également de petites valeurs méconnues qui peuvent permettre à de grands groupes des économies substantielles grâce à leur technologie. On peut, par exemple, citer parmi nos convictions récentes : *SAES Getter* en Italie dans les LEDS ou encore *PSI* et *Elster*... Dans le secteur de la santé, 350 Mds \$ par an sont gaspillés dans le monde en traitements inefficaces ! Dès lors, on comprend l'engouement actuel pour le secteur du diagnostic médical et les laboratoires spécialisés. Parmi nos valeurs préférées : *Biomerieux*, *Neovacs* et *Eurofins*.

Comment éviter les risques spécifiques liés à ce type de valeurs ? Ne doit-on pas, par ailleurs, craindre un impact lié à la hausse des taux et à celle des matières premières ?

On ressent certes, dans le discours des patrons de PME, une inflexion depuis le début de l'année. A un optimisme prudent succède une difficulté réelle à se prononcer sur des objectifs pour l'année en cours.

Nous pensons à la Financière de Champlain que **cette fragilité est justement de nature à augmenter l'attrait spéculatif des valeurs moyennes**. C'est déjà vrai dans le secteur solaire, fragilisé par les baisses de prix (rachat précipité de *Sunpower* par Total) et dans la santé avec la

multiplication des rapprochements entre petits laboratoires spécialisés et grands laboratoires à la recherche de relais de croissance. On assiste en quelque sorte à une externalisation des coûts de R&D au profit de petites structures puis à leur rachat. Les conditions de marchés actuelles font que ces opérations devraient se multiplier avec des offres satisfaisantes pour les actionnaires sans être excessives.

Quant à la hausse des taux et des matières premières, c'est une tendance inéluctable sur le moyen terme mais nous pensons que d'ici à la fin de l'année elle devrait marquer une pause. L'incertitude actuelle créée de nouveaux arbitrages vers des placements plus sûrs comme l'obligataire, ce qui devrait mécaniquement contenir la hausse attendue des taux et éloigner les investisseurs de la volatilité des matières premières. **Après les craintes du début de l'année, les résultats des entreprises de taille moyenne ne devraient donc pas être trop impactés finalement sur 2011.**

Je pense que la meilleure façon d'éviter les risques est d'aller sur des entreprises transparentes et dont le business model est facile à comprendre... Des 4 introductions en bourse annoncées, nous privilégions, par exemple, *Mauna Kêa* car bien que « techno » elle apporte un bénéfice simple en réduisant les risques liés à la pratique des coloscopies. Implicitement, c'est également une **prime aux PME socialement responsables**... Notre démarche de « terrain » pour la notation extra-financière nous permet, en effet, d'entrer dans une compréhension plus vaste (sociale, environnementale et sociétale) et plus profonde (rencontre avec ses parties prenantes) des enjeux de l'entreprise pour mieux en anticiper à la fois les risques et le potentiel à moyen terme....

Rédigé le 5/07/2011

Performances des fonds Financière de Champlain

Fonds actions (au 30/06/2011)	Thématique	Code ISIN	V.L.	2011	2010	2009
Performance Environnement	Environnement Europe	FR0010086520	106.47	-3.95%	-19.20%	17.85%
Performance Environnement International	Environnement Monde	FR0010378562	55.64	-15.79%	-16.06%	25.14%
Performance Vitae	Santé / Vieillesse Europe	FR0010219808	78.35	4.94%	-4.98%	17.97%
Performance Responsable	ISR Europe	FR0010397588	60.14	2.54%	0.41%	5.38%
Performance Avenir	Small & Mid Cap France	FR0007082359	177.13	1.00%	3.63%	27.42%
Champlain Solidarité	Fonds de partage ISR	FR0010608521	98.92	3.43%	3.10%	24.46%
Fonds diversifiés (au 30/06/2011)	Thématique	Code ISIN	V.L.	2011	2010	2009
Champlain Opportunité	Mixte Flexible	FR0010271619	76.14	0.91%	1.86%	9.57%
Champlain Sérénité	Performance Absolue	FR0010378554	100.82	-2.02%	1.76%	-2.07%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document a un caractère strictement informatif. Il n'emporte aucun engagement juridique ni accord contractuel de la part de FINANCIERE DE CHAMPLAIN. Les éléments du présent document sont fournis sur la base des données de marché constatées à un moment précis et qui sont susceptibles de varier.