

# Valorisation

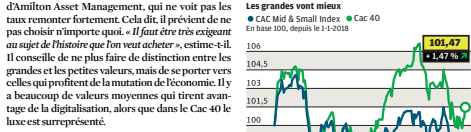
La «surcote» par rapport aux grandes capitalisations est très élevée

**FRLOSITÉ** —Après un premier semestre quasi stable, qui va réserver la seconde partie à nos investisseurs ? C'est la question que nous avons posée à nos six experts en valeurs moyennes, habitués à naviguer par tous les temps. Or, justement, depuis plusieurs semaines, les raisons d'être prudents sont plus nombreuses : tensions commerciales, dégradation de la conjoncture dans plusieurs pays émergents, tel le Brésil, ralentissement de la croissance des deux côtés de l'Atlantique et en Chine, fin des politiques monétaires ultra-accommodantes, remontée du cours du pétrole, etc.

«La valorisation est très élevée. Ce haut niveau est particulièrement net en ce qui concerne les valeurs de croissance, pour lesquelles la baisse des taux a provoqué une expansion des multiples. A ces niveaux, je prends des bénéfices, par exemple sur Trigano, Xilam ou Solutions 3D», prévient Régis Lefort, de Talence

Gestion. «La question de la cherté du marché est un défi», estime Olivier de Royère, de Montpensier Finance. Le ratio cours/bénéfices (PER) des grandes valeurs moyennes liquides se situe dans la fourchette 13 à 16 fois mais, pour les plus petites, le PER peut grimper à 21 fois à partir de profits qui ont déjà bien progressé. «Il faut espérer que les 20% attendus pour les bénéfices vont tenir», lâche-t-il. Cette opinion est partagée par Maxence Dhoury, de Portzamparc : « Comme outil de valorisation, nous regardons plutôt la valeur d'entreprise sur le résultat d'exploitation. En moyenne, ce ratio, qui a connu un pic à 15 fois vers mi-2017, est attendu à 13 fois. Mais si une entreprise est très innovante, il peut tomber à 7 ou 8 fois. »

La question de savoir si on doit vendre ou non les valeurs de croissance reste posée. Il existe une prime à la visibilité, estime Harry Wolhandler,



d'Amilton Asset Management, qui ne voit pas les taux remonter fortement. Cela dit, il prévient de ne pas choisir n'importe quoi. « Il faut être très exigeant au sujet de l'histoire que l'on veut acheter », estime-t-il. Il conseille de ne plus faire de distinction entre les grandes et les petites valeurs, mais de se porter vers celles qui profitent de la mutation de l'économie. Il y a beaucoup de valeurs moyennes qui tirent avantage de la digitalisation, alors que dans le CAC 40 le luxe est surreprésenté.

**IL FAUT ÊTRE PLUS SÉLECTIF**  
Régis Lefort pense aussi que les thèmes d'investissement se réduisent : « Les valeurs de croissance sont chères, les cycles sont plus discutés, avec des cotas sur la croissance sur fond de guerre commerciale. Cela signifie donc qu'il faut être plus sélectif et chercher des histoires spécifiques, comme Tessi (repositionnement stratégique) ou encore Meditavan (en phase de construction de son activité). Une autre piste consiste à rechercher des valeurs qui ont "retrecé", c'est-à-dire qui ont perdu 20 à 30% par rapport à leurs plus-hauts. On peut citer Bonduelle, Maisons France Confort ou Bénéteau. »

Jean-François Delcaire, de HMG Finance, n'est pas inquiet de la situation économique. « La croissance, en France, c'est comme une voiture diesel. Lorsqu'elle dépasse 2%, elle est en surchauffe. Les sociétés qui offrent une belle visibilité, on accepte de payer pour les

Investir, le Journal des Finances / N° 2322 / 7 juillet 2018

Investir, le Journal des Finances / N° 2322 / 7 juillet 2018

# La vie de la cote

Plusieurs «petits» nouveaux venus mais peu de «gros»

**INTRODUCTIONS** —Le mois de juin a été riche en arrivées en Bourse. Pas une semaine sans une ou deux nouvelles têtes. Ce sont autant d'histoires capitalistes à raconter. Mais les dossiers présentés ont plutôt porté sur de petites entreprises. Les firmes de plus grande taille, telles que Delachaux et Audouin, ont annulé l'opération. «On aurait pu penser que compte tenu d'une meilleure fiscalité et d'un environnement économique toujours favorable, il y aurait eu davantage d'introductions. D'un autre côté, il y a eu moins de retraits de la cote », avance Jean-François Delcaire. Il ajoute que les opérations financières de type OPA ou fusions ont été peu nombreuses, alors que le contexte l'aurait permis. C'est, selon lui, le reflet d'une valorisation élevée du marché. Après plusieurs années de hausse, les places financières sont correctement évaluées et ne permettent pas de payer une prime pour les futurs acquéreurs.

Régis Lefort estime, de son côté, que le marché parisien est actif, alors que dix mois auparavant il existait une inquiétude sur l'appauvrissement de la place. « On se pose régulièrement cette question. Je pense qu'il y a des périodes où une fenêtre favorable aux introductions s'ouvre et c'est le cas actuellement, avec de nombreuses opérations en cours. C'est bien pour le marché mais, personnellement, je n'y participe que rarement pour les fonds que je gère. En effet, les prix exigés par les actionnaires sont généralement trop élevés. Je préfère attendre et m'intéresser éventuellement à ces valeurs plus tard. Les retraits de la cote ? Ce n'est pas une mauvaise chose, cela montre que le marché vit. »

Olivier de Royère fait remarquer que la *private equity* représente aujourd'hui une ruée concurrentielle. Il permet aux entreprises de lever des fonds, sans avoir les obligations et les contraintes liées à la vie d'une société cotée. —S.A.

# Collecte

La décollecte s'est installée depuis le mois d'avril

**PRUDENCE** —A mesure que les beaux jours se sont installés, les rumeurs se sont accumulées sur les marchés financiers, faisant plier les indices. Les places émergentes sont délaissées et plusieurs pays inquiètent, tels le Brésil, l'Argentine, le Venezuela, l'Indonésie ou l'Afrique du Sud. Les marchés obligataires et des changes sont aussi en proie à des soubresauts, qui compliquent la vie des entreprises. Il devient difficile de justifier des valorisations trop élevées et les sanctions boursières interviennent au moindre écart. Un tel climat n'est, à l'évidence, pas favorable aux flux d'investissements sur les valeurs moyennes. Selon Maxence Dhoury, de Portzamparc, depuis le mois de novembre 2017, la collecte est devenue plus erratique. « Auparavant, après un mois de flux sortants, les investisseurs revenaient plus nombreux le mois suivant. C'est resté le cas jusqu'à fin

mars. La mauvaise nouvelle, c'est que avril et mai ont été deux mois de décollecte. »

Ce mouvement n'est pourtant ressenti par aucun des cinq gérants. Par exemple, sur Talence Sélection PME, il y a toujours un flux de collecte régulier. Les cours du fonds est de 86 millions, au plus haut historique.

Ces mois plus difficiles arrivent après une longue période favorable pour les valeurs moyennes et petites. La collecte est restée forte entre mai 2016 et octobre 2017. Le pic est intervenu il y a exactement un an, en juin 2017, avec 475 milliards d'euros de collectes, et ces souscriptions record venaient après un très beau mois de mai (403 milliards). Le flux sortant actuel porte sur des montants moindres : 135 milliards en avril et 140 milliards en mai. —S.A.

**JEAN-FRANÇOIS DELCAIRE, HMG FINANCE**

+3,2%  
vs valorisation précédente

**MAXENCE DHOURY, PORTZAMPARC**

-6,4%

**RÉGIS LEFORT, TALENCE GESTION**

+10,1%

# Des valeurs moyennes, mais pas n'importe lesquelles !

**Scores** Nos six spécialistes de valeurs moyennes continuent de jouer le jeu et nous présentent leurs cinq valeurs préférées pour le second semestre. Rendez-vous à la fin 2018 pour leur bilan.

## LES ACTIONS SÉLECTIONNÉES PAR

### LES PRÉFÉRÉES D'INVESTIR

## 5 valeurs à privilégier

Nous recommandons ces 5 valeurs moyennes à privilégier. Le deuxième trimestre devrait se révéler aussi bon que le premier.

**Mauré & Prom (MAUR)**, le groupe a retrouvé une assise financière grâce à sa maison mère, la société nationale Indonésienne Pertamina. Ses projets sont prometteurs et une fusion pourrait intervenir avec une autre pétrolière.

**Sony (SON)**, l'avenir du groupe repose sur l'essor de la maison connectée. Le titre est absorbé avec un PER 2019 à 15 fois.

**Sopra Steria Group (SOP)**, Pour un rythme de croissance maintenu à moyen terme, le taux de marge va encore monter, pour atteindre 10 %.

**JEAN-FRANÇOIS DELCAIRE**

**ESI Group (ESI)**, Le groupe prend un nouveau départ avec une direction renouvelée. L'action se paie deux fois moins cher que l'américain Centric Software, racheté récemment par Dassault Systèmes. Objectif : 60 €.

**Group LDLC (LDL)**, La société a souffert de la chute du prix des mémoires et l'achat de Materiel.net a tardé à avoir un impact positif sur les résultats. L'histoire devient plus intéressante depuis que la direction a confirmé ses objectifs de croissance à deux chiffres. On vise 25 €.

**Groupe Partouche (PART)**, Je garde la valeur de la précédente sélection. Le groupe, qui a de

**MAXENCE DHOURY**

**Actia Group (ATI)**, Après une année 2017 difficile, 2018 se présente mieux, avec l'accroissement de l'activité télécoms et la fin de surcoûts logistiques. L'action n'est pas chère, avec une valeur d'entreprise sur le résultat opérationnel (VE/ROP) de 10 fois. L'objectif est de 10 €.

**Groupe Opex (OPX)**, Je garde la valeur de l'année précédente pour son excellent rapport visibilité/valorisation au sein du secteur porteur des services numériques. Objectif à 44 €.

**Higco (HCO)**, Le groupe est peu affecté par les

**RÉGIS LEFORT**

**Bénéteau (BEN)**, Le titre a perdu plus de 30% depuis le début d'année alors que Bénéteau dispose d'une offre bien adaptée sur un marché porteur. Certes, la société est concernée par la guerre commerciale initiée par les Etats-Unis mais elle estime que l'impact sur l'exercice en cours devrait être faible. Je vise 22 €.

**Carman Group (ALPCV)**, C'est le pari de ma sélection. Cette petite société innovante dans le domaine de l'histoire, introduite en Bourse en 2016, a rencontré des problèmes de structuration qui ont déçu le marché. Sa direction a été renforcée et les prises de commandes sont en forte croissance. Un redressement du chiffre d'affaires et de la rentabilité est attendu dès cette année. Mon objectif est 10 €.

**Fleury Michon (FLM)**, Il s'agit là d'une valeur défensive avec une valorisation faible. PER de 11 fois pour 2018 et ratio valeur d'entreprise sur résultat d'exploitation de 10 fois. Après une année de restauration, une amélioration des marges est anticipée. L'action est loin de son plus-haut de 2015 à 65 €. Je vise un retour sur 60 €.

**Mediavision (MDV)**, Le titre figurait déjà dans la sélection précédente. C'est une société en phase d'accélération. Plusieurs acquisitions récentes dans les films d'animation et les contenus médias sont prometteuses. Objectif : 18 €.

**Tessi (TSS)**, La cession de C'Pov Devs enlève la partie volatile de l'activité. Le nouvel actionnaire, composé pour moitié de financiers, insufflé une nouvelle dynamique de création de valeurs. J'ambitionne un cours de 265 €.

changements réglementaires qui touchent la publicité. La croissance organique sera meilleure et les marges continuent de grimper. Objectif à 7 €. **Linedata Services (LIN)**, La croissance devrait enfin revenir grâce aux nouveaux produits. La génération de cash est élevée et peut financer une acquisition ou une opération sur le titre prochainement. Objectif : 41 €.

**Maisons France Confort (MFC)**, A 5 fois la VE/ROR, la valorisation surestime, selon nous, les risques sur l'activité de construction. La diversification dans la rénovation va avoir un effet bénéfique sur la rentabilité. Objectif 74 €.

**RÉGIS LEFORT**

beaux actifs, profite du vieillissement de la population. Le titre n'est pas cher. Blackstone a racheté Joa à un niveau de valorisation supérieur. Je vise 46 €.

**Ingenico Group (ING)**, C'est une valeur recovery. Le second semestre devrait être meilleur. Le groupe vient de réaliser une judicieuse acquisition. Adyen, une société du même secteur, a été introduite à Amsterdam il y a peu et cote un multiple de 140 fois son Ebitda. L'objectif est fixé à 92 €.

**Linedata Services (LIN)**, Je joue le retour à une croissance organique en 2018. Le ratio valeur d'entreprise sur Ebitda n'est que de 8 fois. Nous visons 46 €.

## PAR LES SIX GÉRANTS

**OLIVIER DE ROYÈRE**

**Evolis (ALTVO)**, Le fabricant d'imprimantes de cartes plastiques personnalisables sort de deux années de transition en raison d'une stratégie assez floue aux Etats-Unis qui semble se clarifier. De gros projets dans le permis de conduire sont dans les tuyaux. La valorisation n'est pas excessive pour une société de croissance avec une rentabilité des capitaux investis supérieures à 20%. Objectif : 47 €.

**Infatid (INF)**, La Si4 a forte valeur ajoutée profite d'un rebond de sa très rentable division logiciels après un recul de celle-ci en 2017. Le lancement d'Orlando constitue un relais de croissance bienvenu. La valorisation, sur la base d'une valeur d'entreprise rapportée au résultat d'exploitation de 10,8 fois pour 2018 est abordable. Objectif : 62 €.

**SES Imagotag (SESL)**, L'histoire boursière du spécialiste des

**SÉBASTIEN KORCHIA**

**Ekinops (EKO)**, Le rapprochement avec OneAccess est un véritable accélérateur. Le groupe va disposer d'une taille critique et d'un accès plus large aux grands opérateurs. La baisse du titre de 30% depuis le début de l'année constitue une excellente opportunité. Objectif : 4,80 €.

**Genbio-Scientific (ALERS)**, Dixianhi a opéré une restructuration après sa fusion avec la société Eurobio. Le groupe est prêt à se positionner comme une référence en matière de diagnostic de spécialité et de solutions Lifescience/healthcare. Le retour à l'équilibre semble crédible. Objectif : 7 €.

**Group LDLC (LDL)**, Face à une forte concurrence, la société

systèmes d'étiquetage électronique détenu à 80% par le chinois BOE Smart Retail n'est pas terminée. Après un début d'année médiocre, le second semestre devrait montrer un rebond des commandes grâce à un investissement de 200 millions d'euros de l'actionnaire dans une usine ultramoderne et profiter d'un effet de base favorable. Objectif : 36,50 €.

**Sple (SPLE)**, L'exercice 2018 semble mieux orienté avec des commandes mieux margées et le premier trimestre montre déjà une amélioration de la rentabilité qui devrait s'accroître en 2019, le groupe profitant de ses efforts de restructuration. Objectif : 23 €.

**Tessi (TSS)**, La société, qui s'est recentrée sur le marché du BPO, bénéficie d'un marché porteur et d'une bonne visibilité. Sa trésorerie de 120 millions d'euros va lui permettre d'accélérer les acquisitions. La valorisation est modeste sur la base d'un PER de 13,9 fois pour 2018. Objectif : 265 €.

ouvre des magasins physiques et accélère sur le marché des professionnels, un domaine moins concurrentiel. 2018 semble l'année du rebond des profits. Objectif : 22 €.

**Keyyo (ALKEY)**, La société va profiter d'un partenariat stratégique avec le groupe Bruneau et de l'intégration de Clever Network. Keyyo bénéficie d'un marché porteur et d'une croissance rentable. Le PER 2018 de 20 fois se justifie. Objectif : 62 €.

**Transgene (TNG)**, Le groupe, qui s'est tourné vers les virus oncologiques en combinaison avec des grandes molécules d'immunoncologie, une nouvelle stratégie de lutte contre le cancer, va connaître une année 2018 déterminante avec les résultats de nombreuses études cliniques.

**HARRY WOLHANDLER, AMILTON ASSET MANAGEMENT**

+4,7%

**SÉBASTIEN KORCHIA, UBS LA MAISON DE GESTION**

+7,4%

**OLIVIER DE ROYÈRE, MONTPENSIER FINANCE**

-2,9%