



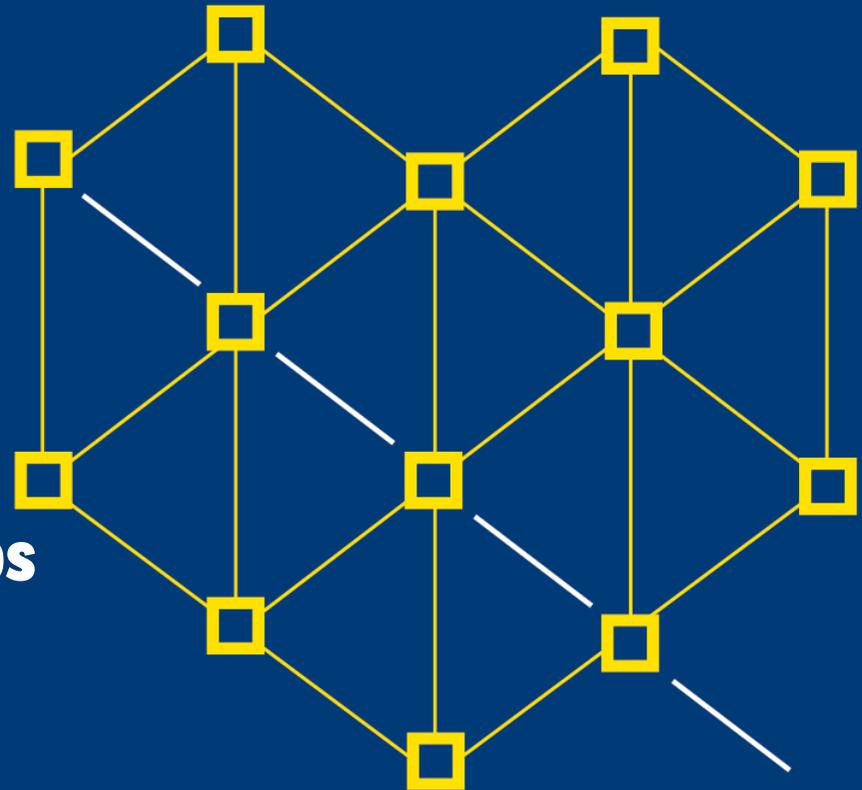
Portzamparc  
Gestion

LA PUISSANCE DES PME

**AU CŒUR DE  
NOTRE GESTION**

**Gestion thématique Small caps  
Notre analyse 2021**

13 Octobre 2021



## Les points clés

### 1) Dynamique récente

- Après une belle année 2020, les petites et moyennes valeurs poursuivent leur marche en avant
  - 2020 : Un 2<sup>ème</sup> semestre exceptionnel pour les petites et moyennes valeurs
  - 2021 : les Mid & Small Caps (petites et moyennes valeurs cotées) gardent le cap
  - Des performances expliquées notamment par les qualités intrinsèques de ce segment de marché
  - Une collecte atone qui n'entrave pas la hausse des Mid & Small
- Les ratios financiers (Chiffre d'Affaires et EBITDA) passés au crible
- Un S1 2021 marqué par une très forte rotation sectorielle
  - Small caps : un retour des valeurs cycliques au détriment de l'énergie et de la santé
- Le grand retour des introductions en bourse (IPO)
  - Un record d'IPO au S1 2021

### 2) Performances de long terme et intérêt des Small Caps

- Des performances historiques qui demeurent favorables aux petites valeurs
- L'intérêt de détenir des Small Caps dans son portefeuille

### 3) Perspectives d'aujourd'hui

- Des éléments qui invitent à la confiance concernant l'avenir du secteur des petites et moyennes valeurs
  - Les petites et moyennes valeurs (les Mid&Small caps) ont le potentiel pour profiter pleinement de la relance
- Des valorisations qui ne semblent pas démesurées

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 2/17

## Partie 1

# Dynamique récente

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 3/17

- Après une belle année 2020, les petites et moyennes valeurs poursuivent leur marche en avant

*Les Small caps ont bien rebondi depuis le plus bas 2020, surperformant même les grandes capitalisations*

## Evolution des indices

	S1 2020	S2 2020	2020	2021 (chiffres au 30/09/2021)
CAC 40	-17,4%	12,5%	-7,1%	17,5%
CAC MID & SMALL	-16,8%	18,7%	-1,3%	12,8%
CAC MID 60	-16,9%	16,9%	-2,8%	11,7%
CAC SMALL	-16,6%	28,5%	7,2%	18,2%

Source : Morningstar, données au 30/09/2021

### ► 2020 : Un 2<sup>ème</sup> semestre exceptionnel pour les petites et moyennes valeurs

- La crise sanitaire de 2020 a été très violente pour les marchés mondiaux. Pour autant, le secteur des petites et moyennes valeurs a rapidement repris des couleurs, terminant le S2 2020 à +18,7% (indice CAC M&S). **Malgré la Covid-19, le CAC Small se paye même le luxe de terminer l'année 2020 à +7,2% nettement au dessus du CAC 40 (-7,1%).**

### ► 2021 : les Mid & Small Caps gardent le cap

- Poursuivant sur leur lancée, **les petites et moyennes valeurs ont débuté 2021 en trombe**, (+11,9% au T1 pour le CAC Small) avant de connaître des performances un peu plus timides sur la fin de semestre en raison d'un essoufflement des performances des valeurs technologiques et des énergies vertes.
- La croissance du segment des Mid & Small Caps n'est pas uniforme : **elle est surtout portée par les petites valeurs qui surperforment de 7 points les moyennes valeurs** (30/09/2021 : +18,2% pour le CAC Small contre +11,7% pour le CAC Mid 60).

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 4/17

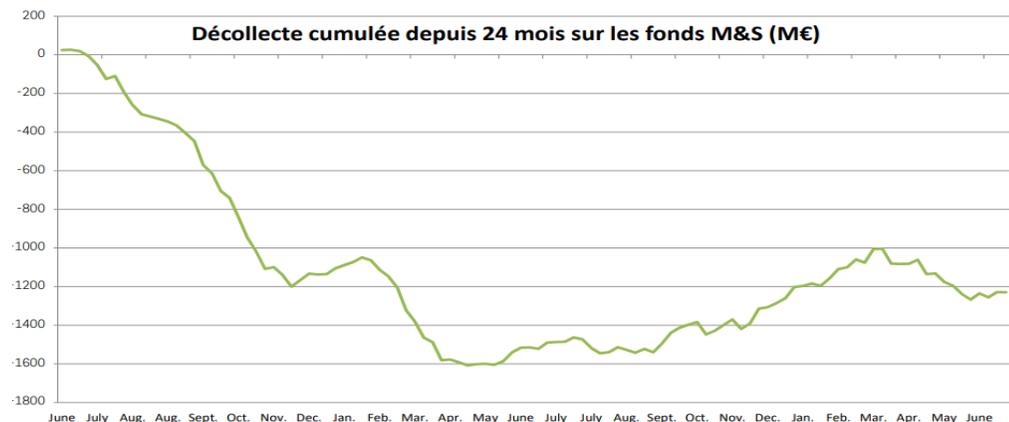
- **Après une belle année 2020, les petites et moyennes valeurs poursuivent leur marche en avant**

► **Des performances expliquées notamment par les qualités intrinsèques de ce segment de marché**

- **Les petites capitalisations ont tendance à être moins surveillées par le marché** car moins suivies par les analystes, créant ainsi des zones d'inefficiences propices au stock-picking pour dénicher des valeurs au potentiel de croissance non valorisé par le marché. En effet, **50 % des sociétés cotées à Paris sont suivies par aucun ou 1 seul analyste financier** (source : SFAF JUIN 2021, 3ème édition de MIFIDVision).
- Les Mid & Small caps ont tendance à développer des **activités plus ciblées** que les grandes en adoptant des **positions de leader sur des marchés de niche** en forte croissance souvent soutenus par des tendances structurelles, contre des marchés souvent matures pour les larges caps.
- La **dynamique bénéficiaire** y est habituellement plus forte que sur les entreprises plus matures.
- L'augmentation des indices Mid & Small provient aussi en partie d'un **effet de base favorable sur les ratios de valorisation**. En effet, la baisse de 2018 sur les SMALL a « dégonflé » la valorisation du segment SMALL qui se payait historiquement avec une prime supérieure d'environ 10% versus les LARGE CAPS.

► **Une collecte atone qui n'entrave pas la hausse des Mid & Small**

- On observe sur le graphique ci-contre que la collecte est d'abord négative sur 2019 puis atone en 2020 et 2021 sur le segment Mid & Small. La hausse du marché des Mid & Small n'a donc pas été dirigée par les flux des fonds français (161 fonds) sur le segment mais plutôt par les bons fondamentaux de ces sociétés qui ont su mieux profiter du rebond économique, ce qui est plutôt sain comme environnement de hausse.



Source : Portzamparc / AMF, 161 fonds, du 01/06/2019 au 25/06/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 5/17

- **Les ratios financiers passés au crible**

## Évolution du Chiffre d'Affaires

Evolution du Chiffre d'Affaires par indice

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
CAC SMALL	13,74%	6,02%	9,03%	6,46%	6,52%	-1,20%	13,39%	8,28%
CAC MID 60	6,07%	-0,28%	11,35%	6,12%	12,42%	-7,66%	6,90%	7,26%
CAC 40	-5,19%	-3,29%	0,24%	-2,47%	2,74%	-9,73%	13,20%	4,26%

Source : FactSet - Portzamparc Gestion - données au 31/08/2021

## Évolution de l'EBITDA\*

Evolution de l'EBITDA par indice

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
CAC SMALL	-0,05%	6,09%	0,67%	3,65%	6,49%	-19,97%	25,56%	21,71%
CAC MID 60	1,17%	4,51%	15,24%	9,69%	5,37%	-31,40%	24,11%	16,16%
CAC 40	-2,29%	0,41%	8,46%	9,25%	7,02%	-16,27%	38,34%	5,65%

Source : FactSet - Portzamparc Gestion - données au 31/08/2021

\*L'EBITDA désigne le bénéfice d'une société avant que n'en soient soustraits les intérêts, les impôts sur les sociétés, les dotations aux amortissements et les provisions sur immobilisations

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

► Historiquement, les petites valeurs surperforment les grandes capitalisations en termes d'évolution de chiffre d'affaires (CA). En effet, de 2015 à 2020, **le CA moyen du CAC Small a progressé de près de 10 points de plus que celui du CAC 40.**

► Les perspectives de progression du CA 2022 pour les entreprises du CAC Small sont deux fois supérieures à celles des grandes valeurs.

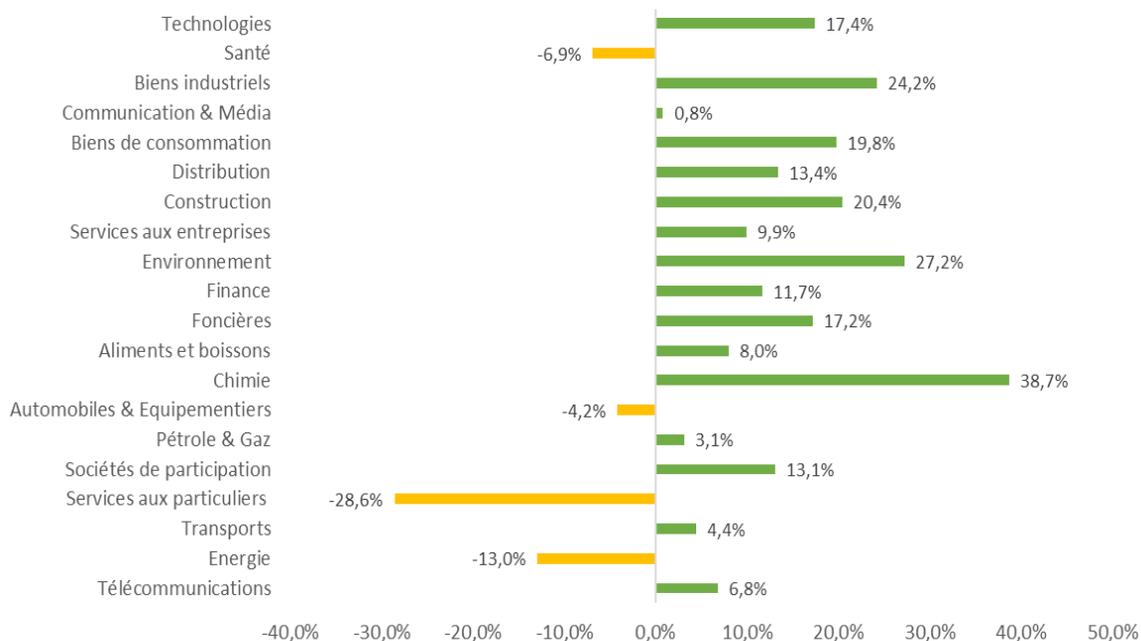
► Les estimations les plus prometteuses pour 2022 en termes d'évolution d'EBITDA concernent le segment des Small caps (+21,71%, soit 16 points de plus que le CAC 40).

Document non contractuel, 6/17

- **Un S1 2021 marqué par une très forte rotation sectorielle**

## Small caps : le S1 2021 signe le retour des valeurs cycliques au détriment de l'énergie et de la santé

### PERFORMANCES SECTORIELLES DU CAC SMALL



Source : Portzamparc Gestion, données YTD au 30/06/2021

On constate globalement que les gagnants de 2020 ont été les perdants du premier semestre 2021...

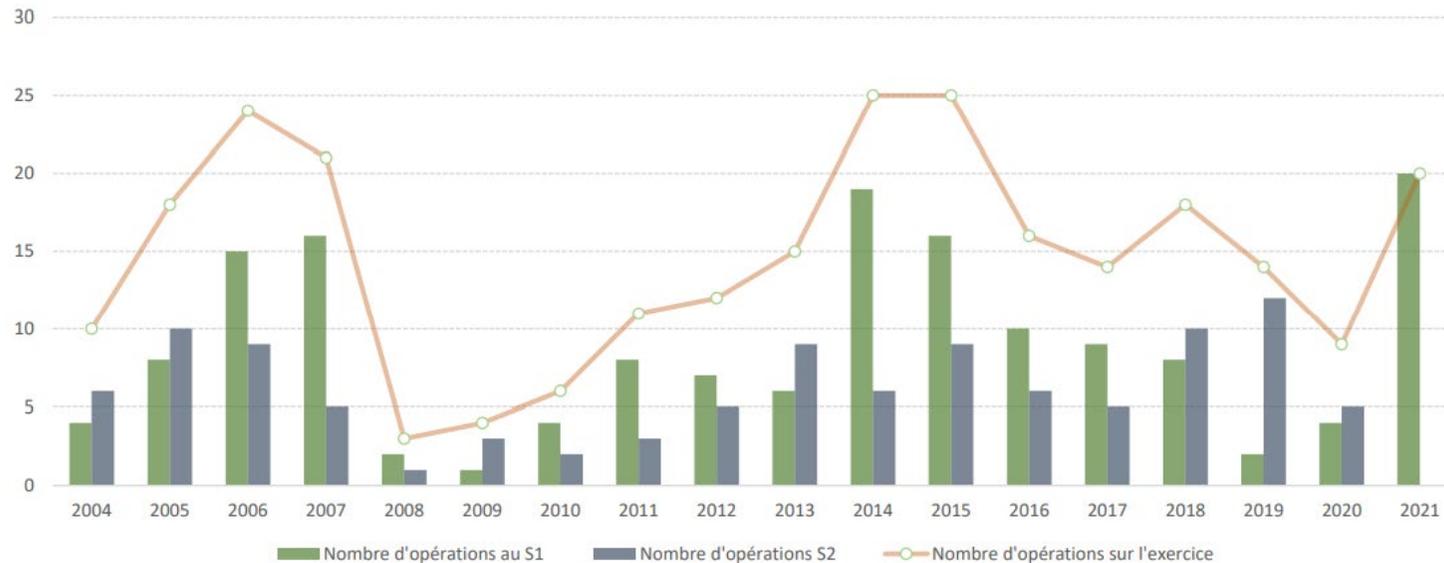
- Au T2 2021, les valeurs les moins chères ont été privilégiées par rapport aux plus chères (énergie verte, santé, éditeurs de logiciels), soit les secteurs qui avaient brillé en 2020.
- Après avoir largement profité de la crise, le secteur de la **Santé** (et notamment les biotechs) n'a pas réussi à poursuivre sa bonne dynamique et marque un temps d'arrêt.
- Le secteur de la **Technologie** (qui représente 25% de l'indice CAC Small) a surperformé au T1 avec une progression de +12% contre +5% au T2, soit une belle performance de +17% sur l'ensemble du S1.
- **L'Industrie (Chimie comprise)**, excepté le secteur automobile affecté par les pénuries de semi-conducteurs notamment, s'est très bien rattrapée et a comblé son retard de 2020 lié à l'arrêt forcé de la production dans un contexte de pandémie mondiale.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 7/17

- **Le grand retour des IPO**

## Un record d'IPO au S1 2021



Source : ID Midcaps, données au 30/06/2021

- Le début d'année 2021 a été marqué par un dynamisme sans précédent en termes d'IPO (Initial Public Offering) avec 20 introductions en Bourse réalisées sur Euronext Growth au S1 2021, dépassant le record de 19 IPO du S1 2014. Depuis 2004, il n'y a eu que 6 semestres qui ont recensé plus de 10 IPO. Rien que sur le mois de Juin 2021, il y a eu 10 IPO sur Euronext Growth.
- Et la tendance n'est pas prête de s'estomper puisque de nombreuses IPO lancées en Juin 2021 viennent de se terminer durant l'été (NFL Biosciences, Spartoo, e-Pango, Enogia...) et d'autres devraient suivre sur le S2 (OVH).

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 8/17

- Le grand retour des IPO

Société	Capl. IPO (M€)	Secteur	Levé (M€)	Première cotation
IKONISYS	55	Medtech	4	19/07/21
ENOGIA	45	Cleantech	11	14/07/21
E PANGO	27	Energie	6	12/07/21
SPARTOO	119	Distribution	27	07/07/21
NFL BIOSCIENCES	20	Biotech	5	05/07/21
AMA CORPORATION	146	Logiciels	36	02/07/21
BOA CONCEPT	16	Technologie	5	29/06/21
DEE TECH	165	SPAC	165	25/06/21
HDF ENERGY	426	Hydrogène	132	24/06/21
TRANSITION	215	SPAC	215	22/06/21
ARAMIS	1905	Automobile	388	18/06/21
OMER-DECUGIS	63	Agroalimentaire	18	18/06/21
THERAVET	31	Biotech	7	17/06/21
NAMR	38	Logiciel	8	15/06/21
AFFLUENT MEDICAL	156	Medtech	25	14/06/21
BELIEVE	1869	Musique	300	10/06/21
AAC	355	SPAC	275	01/06/21
KUMULUS VAPE	27	Vaping	5	01/06/21
OBIZ	31	Marketing	11	26/05/21
LARGO	46	Reconditionnement	23	23/04/21
MEDESIS	32	Biotech	7	12/02/21
HRS	384	Hydrogène	97	09/02/21
PHERECYDES	35	Biotech	8	05/02/21

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Source : Portzamparc, données au 31/08/2021

Document non contractuel, 9/17

## Partie 2

# Performances de long terme et intérêt des Small Caps

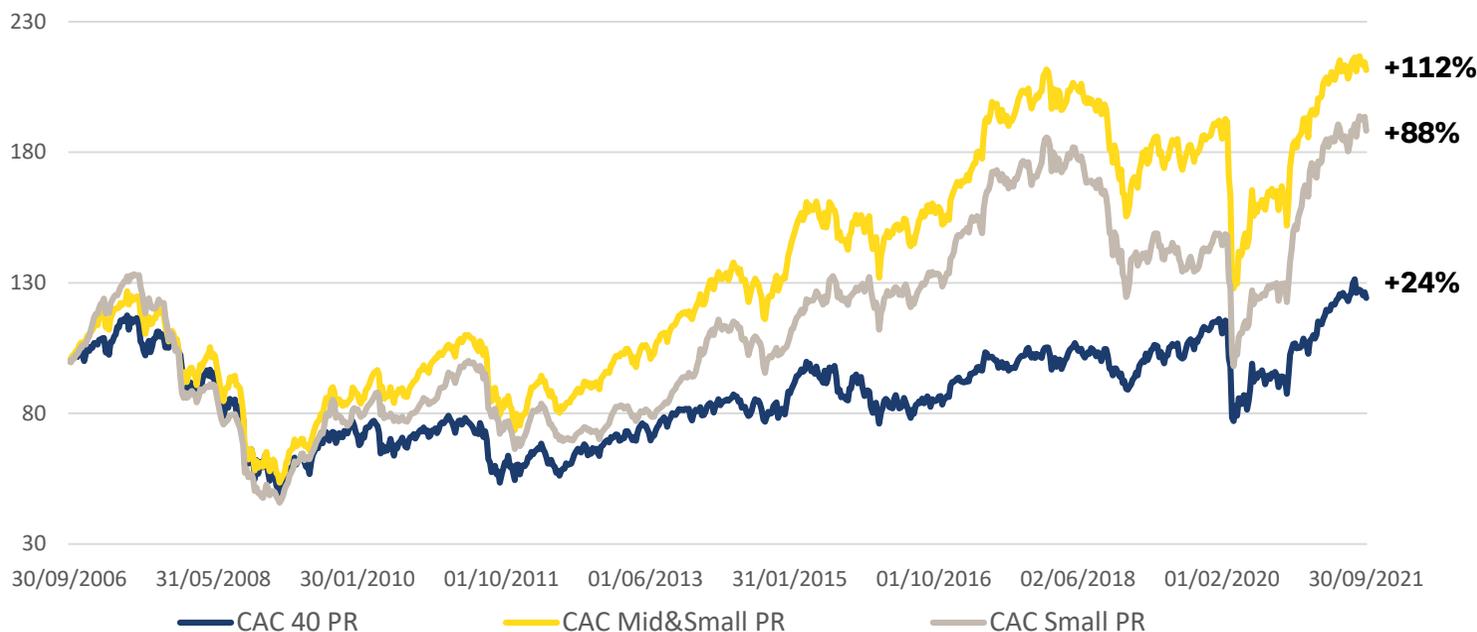
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 10/17

- Performances de long terme et intérêt des Small caps

*Des performances historiques qui demeurent favorables aux petites valeurs*

## Comparatif indiciel (sans les dividendes) sur 15 ans



Sur les 15 dernières années, les performances cumulées mettent en lumière la surperformance des petites et moyennes valeurs sur le long terme par rapport aux grandes valeurs.

En effet, l'indice CAC Mid & Small PR\* affiche une performance de +112%. Le CAC Small PR arrive juste derrière avec +88%.

\*PR = Price Return (Dividendes non réinvestis)

Source : Morningstar, données au 30/09/2021

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 11/17

- **Les performances sur le long terme des Small caps**

## *L'intérêt de détenir des Small Caps dans son portefeuille*

- **La surperformance des small caps est notable dans une perspective longue, leur intérêt va croissant avec l'horizon d'investissement.**  
Cette surperformance repose sur **3 piliers principaux** :
  1. Positionnement spécifique sur des **marchés de niche en forte croissance structurelle** (alors que les marchés sont souvent matures pour les larges caps)
    - Exemple : Trigano vs consommation discrétionnaire : Trigano est le leader européen des véhicules de loisir (tendance démographique + tendance loisirs de plein air depuis la Covid)
  2. **Sociétés dont la priorité est l'innovation** : très souvent, une part plus importante du CA est réinvesti en Recherche et Développement ou dans des dépenses d'investissement là où certaines grandes capitalisations sur des marchés matures vont privilégier le dividende.
  3. La majorité des Small caps sont des **entreprises familiales détenues et/ou gérées par le fondateur ou sa famille**. Cela se traduit par un engagement personnel fort avec un alignement des intérêts entre le management et les actionnaires minoritaires, et une plus grande flexibilité pour saisir rapidement des opportunités notamment dans les phases de rebond économique.
- **Elles constituent une forme d'alternative au Private Equity avec des moteurs semblables mais une meilleure agilité en terme d'allocation à court terme.** Les smalls caps étant cotées, elles sont plus liquides dans les phases de retournement à la baisse que le private equity.
- **Les Small Caps représentent 12% de la capitalisation mondiale totale** : il nous semble donc important de se positionner sur ces valeurs dans une perspective d'allocation globale et diversifiée.
- **Un univers d'investissement riche et large avec une représentation de tous les secteurs économiques** : la crise du COVID 19 a été un accélérateur de la transformation de nos sociétés avec l'apparition de nouvelles tendances structurelles : digitalisation, télétravail, Cloud, e-commerce, patient 4.0. Or on retrouve beaucoup ce type d'entreprise sur ce segment.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les Investissement sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 12/17

## Partie 3

# Perspectives d'aujourd'hui

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 13/17

- Des éléments qui invitent à la confiance concernant l'avenir du secteur des petites et moyennes valeurs

*Les small caps sont plus sensibles à la conjoncture domestique, favorisant leur surperformance dans le contexte de reprise mondiale*

### Les Mid & Small ont le potentiel pour profiter pleinement de la relance

- Les perspectives anticipent un très puissant rebond des bénéficiaires par actions des Small caps en Europe (+26% attendus en 2022 d'après les analystes de Portzamparc (ci contre, données au 30/09/21).
- Historiquement, on observe que le rebond des petites capitalisations est toujours plus important en sortie de crise que celui des grandes capitalisations. Les indices CAC Mid&Small et CAC Small ont ainsi largement surperformé le CAC 40 après la crise des subprimes (voir tableau des performances ci-contre).
- Les Mid & Small caps sont plus sensibles à la conjoncture domestique (France/Europe), ce qui favorise leur surperformance dans les pays développés dans le cadre des plans massifs de relances budgétaires.

Indices	Variation BPA médiane	
	2021	2022
Small	+36,9%	+26,0%

Source : Portzamparc, données au 30/09/21

Performances des principaux indices français	2009	2010
CAC 40 NR	27,57%	-0,42%
CAC Mid&Small NR	44,38%	20,19%
CAC Small NR	62,81%	12,99%

Source : Morningstar  
NR = Net Return (Dividendes Réinvestis)



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 14/17

- Des valorisations qui ne semblent pas démesurées

*Les valorisations des Small caps ne paraissent pas démesurées par rapport aux grandes valeurs et à leur historique*

Indices	PE Médian	Var BPA médian	
	2022	2021	2022
CAC 40	15,3x	+43,2%	+10,6%
CAC Small	13,9x	+36,9%	+26,0%
CAC M&S	13,6x	+36,3%	+16,8%

Source : Portzamparc, au 30/09/2021

- Les valorisations des PME cotées ne paraissent pas démesurées par rapport aux Big Caps avec :
  - Une décote de valorisation (PE médian) versus les grandes capitalisations
  - Des bénéfices par action attendus plus élevés (selon les analystes, +26% en 2022 pour le CAC Small contre +10,6% pour le CAC 40).
- Les petites valeurs ont en effet tendance à surperformer en phase de reprise en raison de leur aspect plus cyclique.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 15/17

- **Conclusion**

---

## *Que retenir du secteur des petites et moyennes valeurs ?*

- **Nous pensons que nous sommes dans une phase de rebond, de sortie de crise : historiquement, les Mid & Small caps surperforment dans cette phase car elles sont plus sensibles à la conjoncture domestique dans un contexte de reprise mondiale.**
- **L'intérêt des Small caps pour l'investisseur va croissant avec l'horizon d'investissement et apparaît assez net en début de cycle : l'aspect plus volatil et moins liquide s'estompe sur un horizon long compte tenu de la surperformance tendancielle de ce segment.**
- **Les perspectives à 12 mois anticipent un puissant rebond des bénéficiaires des Small caps, conséquences des plans de soutien, de relance massifs mais aussi des mesures prises pour prévenir la défaillance des entreprises.**
- **Une forte rotation sectorielle a été à l'œuvre sur les Mid & Small caps au S1 2021 : les gagnants de 2020 (santé, énergie) ont été les perdants du début d'année 2021, au profit des valeurs cycliques.**
- **Un record d'IPO en 2021 et une dynamique qui n'est pas prête de s'estomper avec de nombreuses introductions boursières en préparation.**

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 16/17

## Avertissement

Ce document a été réalisé par Portzamparc Gestion, uniquement à titre d'information et ne constitue donc pas une incitation à investir, ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un document contractuel. Il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Portzamparc Gestion. Les opinions émises dans ce document reflètent un jugement au jour de sa rédaction et sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis.

Ces informations sont données sans garantie et ne peuvent être considérées comme exhaustives. Les données chiffrées utilisées par Portzamparc Gestion proviennent de sources qu'elle estime fiables. Toutefois, Portzamparc Gestion ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale de ce document, par tout procédé, pour tous pays est interdit sans le consentement de Portzamparc Gestion.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements sont soumis aux fluctuations du marché et peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans chaque titre ou chaque FCP dépend du niveau de risque que l'investisseur souhaite prendre.

Document non contractuel, 17/17