

FLASH INFO PROSPECTIVE

NOTRE REMÈDE FACE AU COVID-19 : « RUN THE WINNERS »

La correction boursière de ces dernières semaines, sur fond de propagation à l'Europe et aux Etats-Unis de l'épidémie de Covid-19, est totalement inédite, plongeant les Etats et les marchés financiers dans l'inconnue : comment endiguer l'épidémie ? Quel coût des mesures de confinement pour les Etats ? Et quel impact pour l'économie réelle et pour les sociétés ? Dans ce contexte d'incertitude extrême, nous vous proposons aujourd'hui un éclairage particulier sur le fonds Cogefi Prospective, dédié aux Small & Mid Caps européennes.

Comment en est-on arrivé là ? Retour sur 5 semaines historiques...

Début janvier, les autorités chinoises alertaient que la mystérieuse maladie ayant causé la mort de plusieurs dizaines de personnes dans la ville de Wuhan était due à un nouveau virus, bientôt appelé Covid-19. Ce n'est qu'à partir du lundi 24/02/2020, avec la progression de l'épidémie observée le week-end précédent en Italie, que les bourses européennes ont commencé à décrocher, inquiètes – paniquées même – par ce risque sanitaire majeur, jusqu'alors perçu comme cantonné à la Chine et à quelques pays limitrophes, et par ses conséquences sur l'économie mondiale. Ce mouvement de baisse a surpris par son ampleur et, surtout, par sa rapidité.

Dans ce cataclysme, Cogefi Prospective n'a pas été épargné mais le **stock picking** a permis d'amortir la baisse.

Du 24/02/2020 au 31/03/2020, le portefeuille a perdu 25,2% (part P) et l'indice Stoxx Europe Total Market Small EUR dividendes nets réinvestis 30,9% ; les 5 plus fortes contributions négatives à la performance ont été :

- Solutions 30 : les confinements en France, en Italie et en Espagne impacteront logiquement les déploiements dans les télécoms, l'énergie et le commerce physique. Rappelons toutefois que la maintenance représente environ 50% de l'activité fibre optique du groupe, qui a par ailleurs une structure de coûts très flexible ; la position a été légèrement réduite ;
- Admicom et BTS Group ont subi des prises de profits après des parcours boursiers exceptionnels depuis 2 ans ;
- Barø : son activité dédiée aux salles de cinéma (environ 25% du CA) a suscité l'inquiétude des investisseurs, et nous pensons que les cours actuels intègrent un scénario (trop) noir sur cette activité ;
- Gym Group : la société a dû fermer ses clubs de *fitness* au UK en mars ; la position a été soldée.

Enfin, la performance du portefeuille a été pénalisée par les mouvements adverses observés sur plusieurs devises telles que la SEK (27% du fonds à la clôture précédant le 24/02/2020 ; -4% entre le 24/02/2020 et le 31/03/2020), la GBP (10% du fonds ; -5% sur la période) et la NOK (2% du fonds ; -14% sur la période).

Globalement, le portefeuille n'a pas démerité, aidé par son exposition très majoritaire à des sociétés très rentables et peu endettées et par une faible pondération des secteurs les plus cycliques.

A posteriori, nous reconnaissons que nous avons pêché jusqu'à début mars par « défaut de pessimisme », pensant que la correction boursière était exagérée et passagère. Dans un second temps, devant l'accélération des infections au Covid-19 dans le monde, nous avons ajusté notre stratégie en cédant les positions les plus à risque et en augmentant sensiblement la poche de liquidités et d'OPCVM, qui a atteint plus de 11% le 12/03/2020. Dans un troisième temps enfin, à partir du 13/03/2020, nous avons acheté de façon plus active. Aujourd'hui, nous pensons que nous sommes sur un bon point d'entrée et que le rebond se poursuivra, mais progressivement et toujours avec une volatilité élevée.

Dans l'environnement actuel, les Valeurs Moyennes ont-elles une carte à jouer ? Nous pensons que oui.

Au cœur de la tempête, le segment des Valeurs Moyennes a été globalement autant impacté que les grandes, même si, sur certains titres, la faible liquidité a pu exacerber le déséquilibre offre/demande et amplifier la baisse. Le flux sur les Valeurs Moyennes reste selon nous la grande inconnue des semaines à venir. Rappelons que la collecte sur cette classe d'actifs avait commencé son redressement fin 2019 après 18 mois de disette. La crise sanitaire a engendré une baisse *peak-to-trough* (c'est-à-dire du point haut au point bas) de 40% sur le marché et il est difficile de prévoir si un retour de l'aversion au risque chez les investisseurs peut se matérialiser et induire à nouveau une vague de rachats sur les Valeurs Moyennes. Mais, contrairement à fin 2017/début 2018, nous sortons d'une longue période de décollecte sur cette classe d'actifs, pendant laquelle les encours ont beaucoup fondu. Nous pensons que ce risque de décollecte est donc aujourd'hui plutôt faible.

Quoiqu'il en soit, rappelons que la gestion du risque, notamment de liquidité, fait partie intégrante de notre philosophie de gestion : notre « règle d'or du 50-5-1/5 », qui consiste à pouvoir céder 50% du portefeuille Cogefi Prospective en 5 jours en respectant 20% des volumes quotidiens, est toujours largement respectée.

Reste la question des fondamentaux des sociétés elles-mêmes : oui, l'économie réelle sera impactée fortement par cette crise sanitaire et les Valeurs Moyennes n'y échapperont pas. Mais des sociétés peu ou pas endettées, affichant des bons niveaux de rentabilité et des perspectives moyen/long-terme solides et inchangées, offrent aujourd'hui, avec des indices boursiers de retour à leurs niveaux de 2014/2015, des points d'entrée très intéressants qu'il convient donc de saisir.

L'ADN du fonds n'a jamais été aussi pertinent que dans le contexte de marché actuel : « fly to quality » !

L'ADN de Cogefi Prospective peut se résumer par les « 5 C » :

- (1) Croissance : recherche en priorité d'histoires de croissance structurelle, peu dépendantes du cycle économique ;
- (2) Création de valeur : *business models* de qualité (ROCE et/ou génération de FCF élevés), à faible intensité capitalistique notamment ;
- (3) Cash : bilans peu ou pas endettés ;
- (4) Capacité de différenciation ou d'innovation : positionnement unique et/ou *pricing power* élevé ;
- (5) Chef : qualité de l'équipe de management, alliant capacité d'exécution (court terme) et vision stratégique (long terme).

Cet environnement de marché particulièrement anxiogène laisse peu de place à l'incertitude et à la prise de risque en matière de *stock picking*. Les fondamentaux de qualité, parce qu'ils sont les plus à mêmes d'offrir aux sociétés une bonne résistance en ces temps de crise tout en leur assurant des fondations solides pour un retour rapide à une croissance bénéficiaire dans un second temps, sont à privilégier. C'est précisément l'ADN de Cogefi Prospective, qui fait la part belle aux sociétés bénéficiant de moteurs de croissance structurelle et affichant des bases de coûts légères et flexibles et des bilans solides. Le positionnement du portefeuille répond donc parfaitement à la problématique de marché actuelle.

Même après le sell off, nous restons à l'écart des sociétés aux profils qui nous semblent les plus à risque.

Notre sélectivité accrue dans le choix des valeurs a consisté à éviter :

- Les sociétés aux bilans les plus fragiles : notre position en Pierre & Vacances a ainsi été soldée ;
- Les entreprises à coûts fixes élevés (les industrielles d'une façon générale) qui vont voir mécaniquement leurs marges fondre par « déséconomie » d'échelle ; par prudence et en attendant d'avoir une vision plus claire de leurs perspectives, nous avons ainsi soldé nos lignes en Biesse et en Prima Industrie. Notons que nous avons conservé les lignes en Nabaltec et Troax parce que ces sociétés restent soutenues par des méga-tendances puissantes ;
- Les entreprises fortement exposées à l'hôtellerie, au tourisme et au commerce physique non-alimentaire, pour lesquelles la demande pourrait mettre du temps à se normaliser : nous avons ainsi soldé nos positions en Wizz Air et Rational (deux dossiers pourtant de très grande qualité mais qui subissent de plein fouet l'impact du coronavirus) et en Gym Group. Pierre & Vacances rentre aussi dans cette catégorie.

A contrario, nous avons initié pendant la baisse des positions sur des sociétés aux fondamentaux *best in class*.

Ces entrées en portefeuille peuvent se classer en 3 grandes catégories :

- Les modèles économiques à forte visibilité grâce à une récurrence des revenus et de la génération de trésorerie, comme les éditeurs de logiciels : des positions ont ainsi été initiées en SimCorp, GB Group et TeamViewer ;
- Les leaders incontestés sur les marchés internet de type « *the winner takes it all* » : nous avons ciblé les plateformes technologiques de petites annonces qui conjuguent croissance structurelle et forte rentabilité, Scout24 et Adevinta ;
- Des secteurs résilients ou aux perspectives attractives en 2020 malgré le Covid-19, tels que les équipementiers médicaux (Medistim), les semi-conducteurs (Soitec, BESI) ou les ingrédients alimentaires (AAK).

Parmi les titres déjà en portefeuille, ceux positivement impactés par la crise du Covid-19 ont été renforcés.

Plusieurs sociétés ont d'ores et déjà indiqué anticiper un impact neutre à positif du Covid-19 sur leur activité :

- C'est le cas des studios et éditeurs de jeux vidéo (Stillfront, Ubisoft et Embracer) ;
- Le spécialiste du paiement en ligne Wirecard a confirmé ses objectifs 2020 et reste notre plus forte conviction au sein de Cogefi Prospective ;
- Une autre conviction forte, le spécialiste finlandais des aliments sains, sans gluten et à base d'avoine Raisio, devrait enregistrer globalement d'excellentes ventes au premier trimestre sur ses différents marchés européens ;
- Les fabricants de produits médicaux à usage unique Ambu et Sartorius Stedim Biotech devraient également sortir renforcés de cette crise.

In fine, la composition du fonds traduit une triple priorité : croissance, qualité et – Covid-19 oblige – résilience

Au 31/03/2020, alors que l'enveloppe de liquidités & OPCVM a été ramenée à 5% suite aux achats à bon compte effectués en fin de mois, le portefeuille est aujourd'hui constitué pour 69% de sociétés au profil particulièrement résilient :

- Editeurs de logiciels : 17% du portefeuille. Les business models de type abonnement (SaaS) y sont ultra-majoritaires (Fortnox, Admicom...);
- Santé & nutrition : 13% du portefeuille. Cette catégorie inclut les équipementiers médicaux (Revenio...) et des fabricants d'ingrédients et de compléments alimentaires (BioGaia, AAK...), deux secteurs que l'on peut qualifier de « défensifs » ;
- Services numériques BtoB : 18% du portefeuille. Sont concernés les acteurs du paiement ou ceux de la transformation digitale des entreprises (Datagroup, Cancom...), dont l'activité devrait être a priori modérément impactée par cette crise. Nous y incluons aussi les moteurs de recherche internet, certes plus cycliques, mais offrant, dans un cas (Scout24) un bilan très fort (le cash net représente environ 40% de la capitalisation) et, dans l'autre (Adevinta), un fort attrait spéculatif ;
- Services externalisés et brand ingredient BtoB : 12% du portefeuille. Les business models y sont globalement assez flexibles. Citons par exemple ID Logistics (logistique externalisée, notamment pour la distribution alimentaire et la vente en ligne) ainsi que GTT et MIPS, deux sociétés qui concèdent sous licence leurs technologies et qui combinent donc très forte rentabilité et très faible intensité capitalistique ;
- Edition de jeux vidéo et divertissement en ligne : 9% du portefeuille.

A contrario, le secteur industrie & biens d'équipements ne représente que 3% du portefeuille.

Les ajustements opérés depuis fin février ont donc eu pour effet d'accentuer dans notre *stock picking* la primauté des 3 critères quantitatifs qui constituent la clé de voûte de l'ADN du portefeuille : solidité du profil de croissance des sociétés, qualité de leur business model et bilan solide. Et parmi elles, nous avons privilégié les sociétés qui sont les plus à même de protéger leur momentum bénéficiaire pendant la crise, convaincus qu'elles offriront aussi un potentiel de rebond significatif pour « l'après Covid-19 ». C'est cette stratégie d'investissement que nous appliquons : « *Run the winners!* »



CONCLUSION / NOTRE CONVICTION

Cogefi Prospective avait pris de l'avance en début d'année et – maigre consolation – cette surperformance a perduré dans la phase de correction qui a suivi : le fonds affiche ainsi une baisse YTD de 18,3% (part P) contre un indice Stoxx Europe Total Market Small EUR dividendes nets réinvestis en recul de 28,8% (au 31/03/2020).

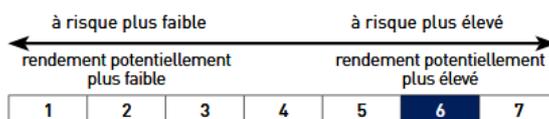
L'environnement boursier devrait rester particulièrement anxigène et volatil ; pour autant, nous considérons qu'il est en même temps riche d'opportunités à saisir et que le point bas est sans doute derrière nous. Les ajustements opérés dans le portefeuille en mars ont été motivés par la volonté de suivre cet étroit chemin de crête : protéger le capital tout en réalisant, de façon opportuniste et via un process d'investissement discipliné, des achats à bon compte pour profiter du rebond de marché.

De part son ADN, Cogefi Prospective fait naturellement la part belle aux histoires de croissance, aux *business models* fortement créateurs de valeur et aux structures financières désendettées. Plus que jamais, cette recherche de fondamentaux de grande qualité et des profils les plus résilients en période de crise a été notre obsession première. Cogefi Prospective nous paraît adéquatement positionné pour les semaines à venir, que nous abordons avec prudence, mais optimisme.

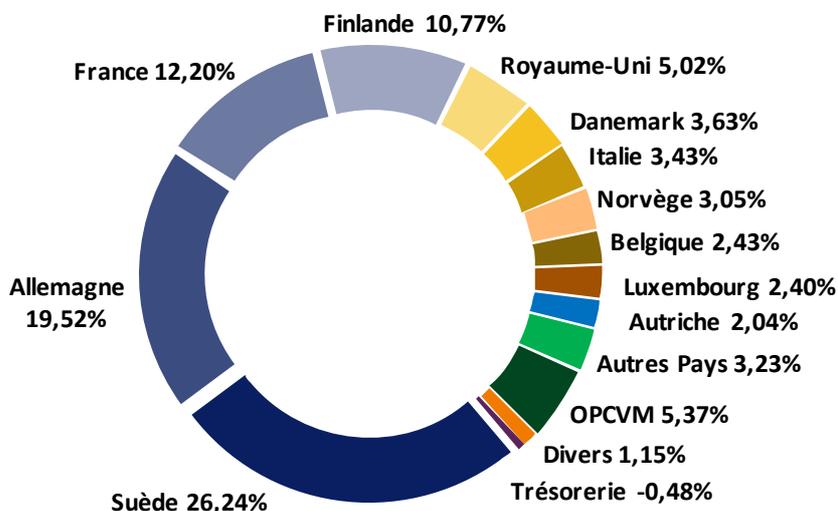


- **Catégorie Morningstar** : FCP – Actions Europe Petites Caps
- **CODE ISIN** : FR0010762518 (part P)
- **Eligibilité** au PEA
- **Encours** : 17 M€

- **Horizon de placement** : supérieur à 5 ans
- **SRRI** (indicateur synthétique risque et performance)



REPARTITION GEOGRAPHIQUE EN % DE L'ACTIF (pays émetteur)



PRINCIPALES LIGNES EN % DE L'ACTIF

WIRECARD	5,37%
STILLFRONT GROUP	3,23%
TALENOM PLC	2,88%
SWEDENCARE	2,77%
ADMICOM	2,70%
RAISIO	2,69%
REVENIO GROUP	2,49%
BARCO	2,43%
SOLUTIONS 30 SE	2,40%
MIPS	2,33%



NOUS CONTACTER

Source : Cogefi Gestion



Benjamin ROUSSEAU
Gérant Small et Mid Caps
b.rousseau@cogefi.fr



Charles BARTOLI
Directeur Commercial
c.bartoli@cogefi.fr



Victor PIRIOU
Responsable Relations Partenaires
v.piriou@cogefi.fr

À propos de COGEFI GESTION - Société de Gestion de Portefeuille ayant pour activité la gestion de portefeuilles pour compte de tiers - gestion privée et collective. Son expertise se traduit par des services et produits adaptés aux investisseurs privés comme professionnels. COGEFI GESTION est une filiale du groupe COGEFI.

AVERTISSEMENT - Les OPC sont investis dans des instruments financiers sélectionnés par Cogefi Gestion qui connaîtront les évolutions et aléas des marchés. **Il est rappelé que tout investissement comporte des risques de perte en capital. Le capital investi peut ne pas être intégralement restitué. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne constituent en aucun cas une garantie de performance ou de capital à venir.** Le fonds est exposé au risque actions, principalement via ses investissements sur des actions de petites et moyennes capitalisations. **L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que les marchés des petites et moyennes capitalisations sont destinés à accueillir des entreprises qui, en raison de leurs caractéristiques spécifiques, peuvent présenter des risques, notamment de liquidité réduite, du fait de l'étroitesse éventuelle de leur marché et pourrait entraîner une baisse de la valeur liquidative pour les investisseurs.** Ce document ne constitue ni une offre de vente, ni un conseil en investissement et n'engage pas la responsabilité du groupe COGEFI. Données à caractère indicatif. Avant tout investissement, Cogefi Gestion recommande de se rapprocher de son conseiller pour une meilleure compréhension des risques et de consulter obligatoirement le DICI des OPC disponible sur www.cogefi.fr. Ce fonds ne peut être souscrit par des « US Persons » ou assimilés. La recommandation d'investissement n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Ce document n'a pas vocation à être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier. Les références à des valeurs mobilières spécifiques et à leurs émetteurs répondent uniquement à un but d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des conseils d'achat ou de vente de ces valeurs. COGEFI Gestion n'est pas soumis à une interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments financiers concernés avant ou durant la diffusion de cette publication.