

Commencer à revenir vers les titres décotés

Value Parmi des valeurs moyennes en meilleure forme, quelques titres peu valorisés sont attrayants.

Même si la décollecte se poursuit sur le compartiment des plus petites capitalisations, certains titres ont bien récupéré après la chute de 2018. Ce qui a permis à nos six gérants de réaliser des scores satisfaisants entre le 30 décembre et le 17 juillet. Des opérations de fusion-acquisition ont aussi permis de doper certaines performances. Dans leur choix de cinq nouvelles valeurs pour les six prochains mois, nos experts ont commencé à introduire des titres value, dont la valorisation est devenue très faible. Même si leur rebond peut se faire attendre, choisir de telles valeurs semble aujourd'hui opportun. En effet, les taux d'intérêt négatifs ont introduit des distorsions dans le marché, poussant toujours plus haut des valeurs de croissance dont les ratios sont devenus très tendus. Il convient également, selon eux, d'éviter les valeurs trop petites, dont le manque de liquidité peut être un frein à la progression. Enfin, alors que le consensus des analystes à propos des prochains résultats semble un peu trop optimiste, mieux vaut sélectionner des sociétés bien positionnées sur leur marché et offrant de la visibilité. — S.A.

Rebond des valeurs Rarement l'écart n'a été aussi élevé entre value et « croissance »

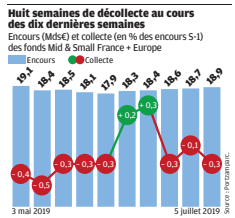
DISTORSION — Ce qui anime la Bourse en ce moment, c'est la poursuite de la baisse des taux d'intérêt. Les banques centrales ont créé une mauvaise allocation du capital. Dans de nombreux pays d'Europe, les taux sont négatifs, ce qui crée des aberrations. « Personne ne parle plus de valorisation du marché. Les valeurs très liquides à haute visibilité sont plébiscitées, et le reste est mis à l'écart », explique Sébastien Korchia, directeur de la gestion actions chez UBS La Maison de la Gestion. Quelques valeurs seulement concourent à la hausse dans les indices, et ce phénomène est mondial. Seules 10 % des actions du Standard & Poor's 500 expliquent 70 % de la progression. Sur le CAC All-Tradable, qui compte 314 valeurs, les 10 premiers génèrent 84 % de la performance de l'indice. Le marché est bipolarisé, les valeurs de croissance au firmament et les valeurs value à la cave. Ce déséquilibre majeur peut se poursuivre encore un peu, mais il ne durera pas indéfiniment. « Il serait judicieux de commencer à rééquilibrer les portefeuilles en revendant progressivement sur les titres décotés, quitte à patienter avant leur rebond », conseille Jean-François Arnaud.

gérant de Talence Gestion. Pour Harry Wolhandler, directeur général délégué de Amilton AM, tant qu'il n'y aura pas d'amélioration sur le front macroéconomique, cette situation de distorsion pourrait durer. Il souligne toutefois que les opérations de fusion-acquisition, plus nombreuses, sont un soutien pour le cote. Autre raison d'être relativement optimiste, la bonne santé des sociétés. Pour Jean-François Delcambre, gérant chez HMG Finance, de nombreux chefs d'entreprise, notamment dans le secteur des services, n'ont pas d'inquiétude quant à leurs perspectives (contrairement à certains dans l'industrie). Les sociétés sont restructurées et présentent des bilans sains. L'économie ralentit, mais les banques centrales sont accommodantes, ajoute Harry Wolhandler, qui conseille malgré tout de choisir des sociétés dans des niches mieux identifiées. Enfin, Olivier de Royère, gérant chez Montpensier Finance, réitère pas de récession en 2020. Il pointe une meilleure consommation, grâce à l'amélioration du pouvoir d'achat. Selon lui, les « grosses » valeurs moyennes vont en profiter. — S.A.

Décollecte Malgré la remontée, les flux sortants restent abondants

VOLUMES ANÉMIQUES — Le compartiment des valeurs moyennes a connu un beau rebond au premier semestre, mais moins fort que pour les grandes capitalisations. Plus les sociétés sont petites (par la taille de la capitalisation boursière), plus elles prennent du temps pour redresser la barre en Bourse. « Sur l'indice CAC Small, les volumes journaliers, qui se situent entre 40 et 50 millions d'euros, ont chuté de moitié par rapport à un dernier indicateur hebdomadaire de 50 millions d'euros. En revanche, les plus grosses valeurs moyennes, celles dont la capitalisation boursière s'échelonne entre 5 et 10 milliards, ne subissent pas cette décollecte.

ÊTRE COTÉ DEVIENT DE PLUS EN PLUS CONTRAIGNANT Par ailleurs, comme les contraintes liées à la cotation sur le marché réglementé augmentent (par exemple, il faudra donner l'écart entre la rémunération moyenne des salariés et celle du dirigeant, expliquer comment on lutte contre la cor-



ruption, etc.), les introductions ne sont pas logiquement des sociétés qu'il est difficile pour aller vers Eurcom Growth, qui offre aussi l'avantage de contourner l'IFRS 16, liée aux contrats de location. Cette nouvelle norme comptable est un véritable écueil à mettre en pratique pour les entreprises. De plus, pour mieux comparer les sociétés entre elles, les rapports annuels devront être traduits en langage informatique XBRL (Extensible Business Reporting Language), un coût supplémentaire pour l'entreprise. Sans parler de la concurrence faite à la Bourse par la private equity ! — S.A.

SÉBASTIEN KORCHIA, UBS LA MAISON DE LA GESTION



+22,5% depuis fin 2018



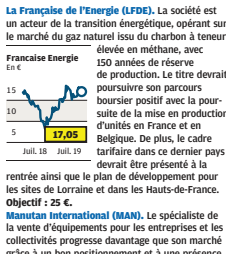
Eurocar Mobility (ECP). Je joue l'essor de la mobilité urbaine en investissant fortement sur la digitalisation, qui, par ailleurs, permet de réduire ses coûts. Le loeur vise 4 milliards de chiffre d'affaires en 2023 (contre 3 milliards aujourd'hui) par croissance interne et externe. Le PER 2019 n'est que de 6,6 fois, la valeur d'entreprise sur le résultat d'exploitation de 6 fois, avec un FCF Yield de 10 %. **Objectif : 8 €**. **GI Events (GLO)**. C'est une valeur de croissance peu onéreuse. La société, spécialisée dans l'ingénierie et la logistique événementielle, enchaîne les bonnes publications. Sa direction a même relevé ses objectifs. Des acquisitions judicieuses ont été réalisées au Brésil et en Chine. La PER 2019 de 12 fois seulement ne reflète pas cette bonne dynamique. **Objectif : 28 €**. **Hille Industries (ALRIO)**. La société assiste les groupes industriels, notamment dans le ferroviaire et l'aéronautique (70 % des ventes). En 2018, les résultats ont grimpé grâce à une politique de diversification sur de nouveaux secteurs. Le carnet de commandes offre une visibilité jusqu'en 2022, ce qui est exceptionnel dans l'industrie. Le groupe, qui n'a pas de dette, peut réaliser des acquisitions. Le PER 2019 n'est que de 11 fois. Seul bémol : une faible liquidité. **Objectif : 5,50 €**.

Ipsos (IPS). Avec l'acquisition de la société Synthesio, le groupe, numéro trois mondial de son secteur, met le cap sur des services à haut contenu technologique. Le plan stratégique à trois ans ouvre la voie à d'autres acquisitions pour faire croître le bénéfice par action de 10 % par an et porter la hausse organique des ventes à 2-3 % chaque année (+ 0,7 % en 2018). Le PER 2019 est de 7 fois et le rendement de 4 %. Le capital n'est pas contrôlé. Kantar, sans croissance, fait l'objet d'une offre à 3 milliards de livres sur 60 % de son capital. Cela met en évidence une décote d'1,50 € de 20 €. **Objectif : 28 €**. **MGI Digital Graphic Technology (ALMDO)**. Le groupe, spécialisé dans la conception et la commercialisation de systèmes d'impression numérique, améliore sa rentabilité. La direction table sur une belle croissance cette année et sur un taux de marge proche de celui de 2018. L'entrée de Konica Minolta au capital à hauteur de 40,6 % confère au titre un aspect spéculatif. Le PER de 20 fois est justifié par la croissance attendue, qui sera dopée en 2020 par le salon du packaging en Allemagne (il a lieu tous les quatre ans). **Objectif : 60 €**.

HARRY WOLHANDLER, AMILTON ASSET MANAGEMENT



+20,5%



La Française de l'Énergie (LFE). La société est un acteur de la transition énergétique, opérant sur le marché du gaz naturel issu du charbon à teneur élevée en méthane, avec 150 années de réserve de production. Le titre devrait poursuivre son parcours boursier positif avec la poursuite de la mise en production d'unités en France et en Belgique. De plus, le cadre tarifaire dans ce dernier pays devrait être présenté à la rentrée ainsi que le plan de développement pour les sites de Lorraine et dans les Hauts-de-France. **Objectif : 25 €**. **Reunow International (RIAN)**. Le spécialiste de la vente d'équipements pour les entreprises et les collectivités progresse davantage que son marché grâce à un bon positionnement et à une présence réussie dans le numérique. Le groupe développe sa marque propre avec succès (17 % des ventes). Sa structure financière solide lui permet de réaliser des opérations de croissance externe et de soutenir son développement organique par des investissements de capacité. C'est notamment acquis une entreprise aux Pays-Bas. En outre, la valorisation est très raisonnable au vu de ses perspectives de croissance. **Objectif : 85 €**. **MGI Digital Graphic Technology (ALMDO)**. Le spécialiste des systèmes d'impression numérique connaît toujours un rythme de croissance organique et économique. **Objectif : 30 €**.

Nous continuons d'anticiper une prise de contrôle totale du groupe par son actionnaire de référence, Konica Minolta, pour profiter de sa avance technologique, qu'il ne possède pas. Elle est illustrée par le lancement à venir de sa presse numérique AlphaJET et de sa technologie RFID (radio-identification) qui permet de récupérer et de sauvegarder des données à distance). **Objectif : 60 €**. **Reword Media (ALREW)**. À la suite de l'acquisition de Mondadori France, le deuxième acteur de la presse magazine en France, le groupe de médias est devenu l'un des principaux acteurs français dans l'édition magazine et digital. Le management de Reword Media a su démonter par le passé sa capacité à développer les activités digitales, point faible actuel de Mondadori France. Le potentiel de revalorisation du groupe reste élevé. **Objectif : 4 €**. **SII (SII)**. Le groupe, positionné à la fois sur la Recherche & Développement externalisée et les services informatiques, affiche l'une des plus fortes croissances organiques de son secteur. En dépit de ce dynamisme et d'une implantation réussie à l'étranger (il est notamment leader en Pologne), le titre est fortement décoté par rapport à ses concurrents, malgré son caractère opérationnel. **Objectif : 30 €**.

titres décotés

LES CONSEILS DES 6 GÉRANTS

JEAN-FRANÇOIS ARNAUD, TALENCE GESTION



+16,8%

Adocia (ADOC). Cette société est spécialisée dans le traitement du diabète et pourrait étendre son activité à l'obésité. Profitable et peu risquée, elle se différencie de autres biotech en autofinanciant ses projets de développement grâce à des partenariats. Adocia est d'ailleurs en bonne voie pour remporter un tillage, après la rupture d'un accord de licence conclu avec Eli Lilly. Le résultat de l'arbitrage devrait être connu cet été. Les dirigeants et fondateurs possèdent 25 % du capital et partagent donc les intérêts des actionnaires. **Objectif : 25 €**. **Balkonics (ALBKX)**. Le spécialiste des minéraux industriels pour l'électronique, la chimie et l'aéronautique engrêtre une croissance organique de l'ordre de 5 % par an et une marge de 15 %, avec un potentiel d'amélioration. Les dirigeants, soucieux de ne pas décevoir les actionnaires, florent des objectifs prudents. La couverture limitée d'analystes et la faible liquidité du titre sont néanmoins à prendre en compte. **Objectif : 20 €**. **Blendit (ALBLD)**. Le spécialiste des panés en ligne croît en moyenne de 10 % par an tout en améliorant sa rentabilité. Seul bémol : le conflit entre les dirigeants et l'actionnaire ayant dégradé progresser de plus de 20 % par an. **Objectif : 20 €**.

bloquée une augmentation de capital lors de l'assemblée générale. Une potentielle acquisition devra donc être financée par endettement. L'achat est aussi spéculatif car la valeur pourrait sortir de la cote. **Objectif : 12,50 €**. **Carmila (CARM)**. La fondatrice a récemment pu pour remporter un tillage, après la rupture d'un accord de licence conclu avec Eli Lilly. Le résultat de l'arbitrage devrait être connu cet été. Les dirigeants et fondateurs possèdent 25 % du capital et partagent donc les intérêts des actionnaires. **Objectif : 25 €**. **Balkonics (ALBKX)**. Le spécialiste des minéraux industriels pour l'électronique, la chimie et l'aéronautique engrêtre une croissance organique de l'ordre de 5 % par an et une marge de 15 %, avec un potentiel d'amélioration. Les dirigeants, soucieux de ne pas décevoir les actionnaires, florent des objectifs prudents. La couverture limitée d'analystes et la faible liquidité du titre sont néanmoins à prendre en compte. **Objectif : 20 €**. **Blendit (ALBLD)**. Le spécialiste des panés en ligne croît en moyenne de 10 % par an tout en améliorant sa rentabilité. Seul bémol : le conflit entre les dirigeants et l'actionnaire ayant dégradé progresser de plus de 20 % par an. **Objectif : 20 €**.

JEAN-FRANÇOIS DELCAMBRE, HMG FINANCE



+7,6%

Boiron (BOI). J'achète la mauvaise nouvelle » du déremboursement de l'homéopathie en France d'ici à 2021. La société est très rentable. Je ne perçois pas un effet « fin du monde » pour Boiron, qui, au sein de son activité en France (60 % de ses ventes), réalise les deux tiers des produits remboursés. Les mutuelles pourraient compléter, ces tubes de granulés ne valant que quelques euros. Le cash net de 200 millions couvre le flottant reflétant la faible valorisation du titre, qui a perdu 50 % en deux ans. **Objectif : 55 €**. **CS Communication & Systems (CS)**. Cette petite société de conseil en technologie spécialisée dans des systèmes critiques profite d'une forte demande, notamment dans ses activités de cybersécurité et de lutte anti-drug. L'année devrait être dynamique. La valorisation est raisonnable et l'aspect spéculatif non négligeable : Sopra détient 10 % du capital de la société, qui bénéficie de reports fiscaux de près de 300 millions. **Objectif : 6,20 €**. **Higich (HICO)**. Cette entreprise de conseil en marketing historiquement positionnée sur une activité de coupons de réduction papier a réussi son virage vers l'édigital (numérique du drive...). auprès des grands marques et de la grande distribution. Le ratio corrigé de valeur d'entreprise rapportée à son résultat opérationnel s'élève à 1,7 fois, et la marge opérationnelle

de 16 % est confortable. L'actionnaire principal, WPP, en difficulté, amène à nettoyer ses participations, pourrait procéder à une opération financière. **Objectif : 7 €**. **Ipsos (IPS)**. La valorisation de la société de sondage est attrayante sur la base d'une valeur d'entreprise rapportée au résultat d'exploitation de 8,2 fois. On pourra miser sur la réussite du plan de redynamisation de la croissance et, au-delà, sur une forte dimension spéculative. Le principal actionnaire a 72 ans et devra organiser sa succession. De nombreuses transactions ont lieu dans le secteur : Kantar vient d'être vendu à Bain Capital et la société d'études GfK a été rachetée par le fonds KKR. **Objectif : 30 €**. **Pierre & Vacances (PVAC)**. Le cours est revenu sur les niveaux auxquels les holdings familial a racheté la participation du chinois HNA, en décembre 2018. Deux éléments devraient soutenir un rebond. D'abord, un effet pouvoir d'achat, sachant que les récentes mesures Macron se retrouvent beaucoup dans la consommation de loisirs. Nous parions, ensuite, sur les effets des efforts de réduction des coûts par l'opération du nouveau directeur général Yann Callière renforce notre conviction sur la capacité de retournement. Les fonds progressent s'établissent à 29 € par action, alors que l'action se paie seulement 16 €. **Objectif : 23 €**.

de 16 % est confortable. L'actionnaire principal, WPP, en difficulté, amène à nettoyer ses participations, pourrait procéder à une opération financière. **Objectif : 7 €**.

OLIVIER DE ROYÈRE, MONTPENSIER FINANCE



+19,4%

Aures Technologies (AUPS). Le premier trimestre a été décevant pour le constructeur et assembleur de terminaux de points de vente, mais, si l'on se projette en 2020, la filiale américaine devrait réserver de bonnes surprises et l'effet de base en France sera plus facile. La valeur d'entreprise est de seulement 6 fois le bénéfice d'exploitation 2020 estimé. **Objectif : 36 €**. **Claranova (CLA)**. Le numéro trois mondial de l'impression de photos à partir d'un smartphone bénéficie du fait que, dix mois plus tard, les imprimeurs n'utilisent pas pleinement leurs capacités, ce qui permet de négocier dans de bonnes conditions. Cependant, les comptes ont été nettoyés, comme le management est très dynamique. **Objectif : 1,10 €** (avant regroupement par 10, le 1er août). **Fontaine Pajot (ALFPC)**. La demande de catamarans reste forte. Le constructeur devrait obtenir une hausse de 30 % de son résultat d'exploitation sur l'exercice 2020-2021. Après l'acquisition de Dufour Yachts, nous restons, les comptes ont été nettoyés. L'activité est très dynamique, avec une croissance qui peut atteindre 4 % par an. Le poids des antibiotiques, de biomasse et de soléil peut faire tourner les comptes en rouge. Le constructeur de produits en caoutchouc, en Guedeloupe, à La Réunion et au Brésil. La visibilité est bonne et la sortie des fonds actionnaires de longue date Apex et Altamir a retiré l'épée de Damocès au-dessus du parcours boursier. **Objectif : 25 €**. **Aubay (AUB)**. La société de services numériques présente la particularité d'annoncer régulièrement des résultats de belle facture. La croissance interne reste soutenue à la fois en France et à l'international. Dans un secteur très tendu où il est devenu difficile de recruter, le groupe parvient à embaucher. La structure financière est solide avec une position de trésorerie nette. Malgré le petit rebond près du 1er janvier, l'action affiche encore un an un recul de 20 %, ce qui représente une opportunité de se placer. Nous sommes convaincus que l'entreprise continuera de progresser. **Objectif : 29 €**. **SII (SII)**. L'OPA de Capgemini sur Altan montre l'attractivité du secteur de la R&D externalisée dans un contexte où les clients continuent d'augmenter leurs budgets. La valorisation de SII est aujourd'hui plus proche des SII que des acteurs de la R&D, alors que la croissance organique est très bonne. La décote par rapport à des concurrents comme Altan, Akia Technologies ou Altan Technologies atteint désormais près de 30 %, contre 10 % historiquement. A cela s'ajoute un attrait spéculatif à terme puisque le fondateur a aujourd'hui plus de 70 ans. **Objectif : 30,40 €**.

MAXENCE DHOURY, PORTZAMPARC



+21,8%

ZCRSI (ZRSO). Ce concepteur de serveurs informatiques introduit en Bourse en 2018 évolue sur un marché dynamique. Il développe des produits répondant à la demande d'efficacité car moins consommateurs d'électricité. La croissance organique a dépassé 100 % en 2017 et en 2018, et nous attendons encore nettement plus de 50 sur les deux prochains exercices. Un triplement de l'EBI-tota, voire plus, est visé entre 2018 et 2020. A partir de cette année, plus de la moitié des ventes seront réalisées à l'international. **Objectif : 13,40 €**. **ID Logistics (IDL)**. La société bénéficie du mouvement d'externalisation de la logistique. Les contrats sont signés pour quatre ans ou plus, ce qui donne une bonne visibilité. ID Logistics a ouvert un grand nombre d'entrepôts au cours des deux derniers années. Or la rentabilité ne monte que progressivement, le catalyseur devrait donc être une amélioration de la marge, notamment hors de France. Par ailleurs, le groupe a les moyens de réaliser une acquisition structurée. **Objectif : 85 €**. **LNA Santé (LNA)**. Là aussi, on achète de la visibilité. L'objectif d'une croissance organique de 3,5 % en 2019 pourrait être dépassé. La décote par rapport à Orpea, la référence du secteur, s'est fortement accrue. Sur

de 16 % est confortable. L'actionnaire principal, WPP, en difficulté, amène à nettoyer ses participations, pourrait procéder à une opération financière. **Objectif : 7 €**.

Vive les valeurs en retard !

Le lièvre et la tortue Après le premier semestre où le nombre de titres ont affiché un net rebond par rapport au niveau déprimé du second semestre 2018, nous avons recherché des valeurs encore à la traîne. Nous espérons que, telle la tortue de la fable, elles finiront gagnantes sur la ligne d'arrivée d'ici à la fin de l'année. **ABC Arbitrage (ABCA)**. Le savoir-faire de l'arbitrage permet de prendre avantage sur la moindre volatilité sur les marchés financiers n'est plus à démontrer. La société a dû s'adapter à un marché un peu trop calme ces derniers mois. Cette situation pourrait changer au second semestre avec les tensions commerciales ou le Brexit et autres menaces sur les marchés. Le rendement est élevé, ce qui ne gâche rien. **Objectif : 9 €**. **Albion (ALBIO)**. L'ex-Séchiennaise n'a plus rien à voir avec l'entreprise des débits. Ce producteur d'électricité utilise de moins en moins de charbon et de plus en plus de bagasse, de bioéthanol, de biomasse et de soléil pour faire tourner ses centrales en Martinique, en Guadeloupe, à La Réunion et au Brésil. La visibilité est bonne et la sortie des fonds actionnaires de longue date Apex et Altamir a retiré l'épée de Damocès au-dessus du parcours boursier. **Objectif : 25 €**. **Aubay (AUB)**. La société de services numériques présente la particularité d'annoncer régulièrement des résultats de belle facture. La croissance interne reste soutenue à la fois en France et à l'international. Dans un secteur très tendu où il est devenu difficile de recruter, le groupe parvient à embaucher. La structure financière est solide avec une position de trésorerie nette. Malgré le petit rebond près du 1er janvier, l'action affiche encore un an un recul de 20 %, ce qui représente une opportunité de se placer. Nous sommes convaincus que l'entreprise continuera de progresser. **Objectif : 29 €**. **SII (SII)**. L'OPA de Capgemini sur Altan montre l'attractivité du secteur de la R&D externalisée dans un contexte où les clients continuent d'augmenter leurs budgets. La valorisation de SII est aujourd'hui plus proche des SII que des acteurs de la R&D, alors que la croissance organique est très bonne. La décote par rapport à des concurrents comme Altan, Akia Technologies ou Altan Technologies atteint désormais près de 30 %, contre 10 % historiquement. A cela s'ajoute un attrait spéculatif à terme puisque le fondateur a aujourd'hui plus de 70 ans. **Objectif : 30,40 €**. **Mersen (MRN)**. Le leader mondial des équipements anticorrosion se greffe sur l'industrie chimique. L'objectif d'une croissance organique de 3,5 % en 2019 pourrait être dépassé. La décote par rapport à Orpea, la référence du secteur, s'est fortement accrue. Sur