

«Quand t'es dans le désert depuis trop longtemps.»

Est-ce le moment de revenir sur les petites et moyennes capitalisations (les SMID caps)? Historiquement, ces dernières ont surperformé les grosses capitalisations aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Depuis 1926, cette surperformance est même nettement plus marquée en Europe (+4,7% par an) qu'aux États-Unis (+1,7% par an). Mais depuis fin 2021, cette surperformance est devenue une spectaculaire sous-performance, les SMID sous-performant leurs grandes sœurs de 28%. L'amplitude de cette sous-performance est comparable à celle qui suivit la crise des subprimes. Les raisons souvent invoquées sont: la hausse des taux d'intérêt et de facto de la prime de risque, l'impact plus important de l'inflation sur les plus petites valeurs, une cyclicité généralement plus grande chez les plus petites entreprises ou encore l'impact indirect de l'émergence d'un private equity, asséchant la cote.

Un marché trop vaste

Mais si ce dernier argument était vrai, toutes les petites et moyennes entreprises de qualité seraient aujourd'hui sous bannière privée. Or le marché des petites et moyennes entreprises est trop vaste pour que ce soit possible. Cet argument renforce toutefois le besoin d'avoir un stock picking rigoureux. À ce stade du cycle économique, ce segment de marché nous semble particulièrement intéressant. Le récent rebond des PMI, notamment en Europe, devrait effectivement être positif pour les SMID qui y sont plus sensibles car, en général, moins diversifiées que les grosses capitalisations.

L'impact de cette reprise cyclique devrait commencer à se voir au second semestre 2024 et à jouer à plein en 2025. Les estimations

de croissance des profits, encore relativement équilibrées entre grosses et petites capitalisations pour 2024 (+7,7% pour le MSCI EU Large vs +9,6% pour le MSCI EU Small), deviennent nettement plus favorables pour 2025 (+6,8% vs +17,9% respectivement). En termes de valorisation, le prix des SMID incorpore aujourd'hui tous les risques et questionnements mentionnés plus haut. Les petites et moyennes capitalisations se traitent en dessous des large caps (ratio prix/bénéfice de 13,4x contre 14,5x pour les large). Pour rappel, lors des dix dernières années, ces mêmes multiples se situaient en moyenne à 19,5x pour les SMID et 15x pour les grandes capitalisations.

À ce stade, nous voyons trois scénarios possibles. Le premier, que nous pensons peu probable, est celui d'une poursuite de la baisse de valorisation des

SMID avec des bénéfices en hausse sans que les cours ne réagissent. Le scénario qui nous semble le plus probable est celui d'une stabilisation des multiples, avec une progression des cours de bourse en ligne avec celle des bénéfices par action. Le troisième scénario pourrait combiner cette croissance des profits et une augmentation du prix que le marché paierait pour ces profits.

Cette dernière hypothèse pourrait être déclenchée par une baisse des taux d'intérêt tant attendue. Mais compte tenu du caractère exogène de cette baisse, nous invitons plutôt les investisseurs à se baser sur le deuxième scénario qui devrait proposer un potentiel de gain déjà important (29% de croissance des bénéfices par action attendue sur deux ans) à la condition d'un stock picking exigeant, alliant gestion des risques (gouvernance d'entreprise de premier ordre) et une rigueur absolue en termes de qualité du business (profitabilité élevée sur un marché en croissance avec un positionnement de leader, etc.).



Marc Effgen & Guillaume Brisset
• Clartan Associés