



 THE DRIVE YOU DEMAND

# UBP | MISER SUR LES PETITES CAPITALISATIONS

Des opportunités d'investissement  
via une exposition régionale sélective

White Paper | Mai 2017



UNION BANCAIRE PRIVÉE

- ◆ Les sociétés de petite et moyenne capitalisation («SMID caps») offrent souvent un potentiel de croissance solide, notamment dans les secteurs où elles se caractérisent par des niveaux d'innovation élevés, ce qui est fondamental pour assurer le maintien de taux de croissance supérieurs.
- ◆ Cet univers d'investissement tend à être relativement moins couvert par les analystes, raison pour laquelle les gérants de portefeuille dédiés peuvent générer de la valeur ajoutée en dénichant des «perles».
- ◆ Pour investir dans les petites et moyennes capitalisations, il faut croire en l'esprit entrepreneurial et adhérer à la philosophie des fondateurs.
- ◆ En tant que gérant actif, l'UBP alloue des ressources substantielles à ce segment, en couvrant trois des plus grands marchés.
- ◆ Un portefeuille bien équilibré devrait opter selon nous pour une allocation de long terme au segment des petites et moyennes capitalisations.
- ◆ La réforme de la fiscalité des entreprises aux Etats-Unis devrait être particulièrement propice aux «SMID caps», dont la charge fiscale tend à être plus lourde que celle des grandes entreprises.
- ◆ De par leur exposition internationale et leur CFROI élevé, les petites et moyennes capitalisations suisses offrent des opportunités d'investissement intéressantes.

Jusqu'ici, les actions ont bénéficié dans l'ensemble d'un environnement global positif, les marchés boursiers profitant d'une accélération de la croissance des bénéfices. Depuis le début 2017, les marchés actions mondiaux donnent des signes de redressement, les estimations de croissance des BPA atteignant 13%, contre 2% en 2016.

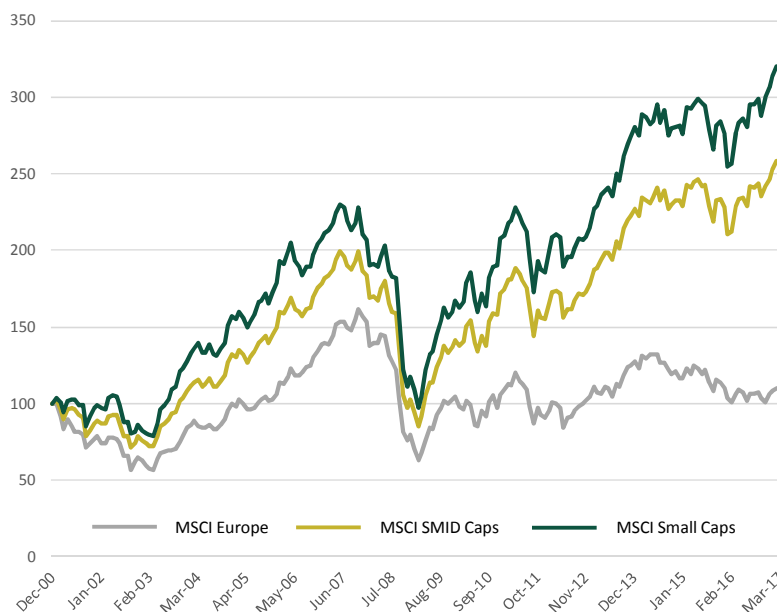
Ce cycle de reprise a été soutenu par les anticipations d'investissements dans les infrastructures et l'appareil industriel liées au «Trump Trade».

Le mouvement de hausse a également concerné les petites et moyennes capitalisations, même si des écarts de performance ont été observés selon les marchés – Etats-Unis, Europe et Suisse.

Le présent document a trois objectifs: exposer notre thèse d'investissement en faveur des «SMID caps», présenter l'approche de l'UBP face à cette classe d'actifs dynamique, et indiquer nos préférences au sein de ce segment de marché.

## Spécificités des petites et moyennes capitalisations

**Graphique 1 | Performance historique des petites et moyennes capitalisations vs les grandes capitalisations**

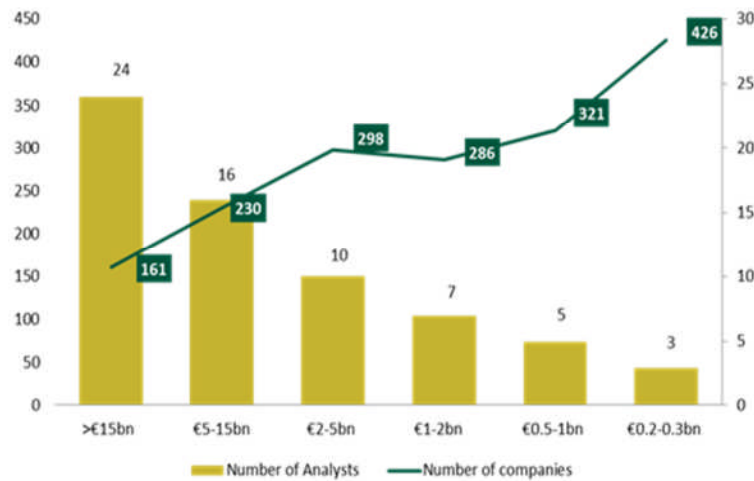


Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P. Les performances passées ne sont pas une indication des résultats actuels ou futurs.

A notre sens, il y a de bonnes raisons d'investir dans les petites et moyennes capitalisations, dans le cadre d'une stratégie d'investissement bien équilibrée.

- Les «SMID caps» peuvent offrir un solide potentiel de croissance malgré les valorisations élevées qu'elles affichent aux Etats-Unis comme en Suisse du fait de la forte progression des bénéfices. Au vu de ce potentiel, nous estimons que de telles valorisations sont justifiées à l'heure actuelle.
- En outre, de nombreuses petites et moyennes capitalisations se caractérisent par des niveaux d'innovation supérieurs et un plus faible effet de base par rapport aux sociétés de plus grande taille, ce qui leur permet d'afficher des taux de croissance plus élevés.
- La dynamique bénéficiaire des petites et moyennes capitalisations (notamment par rapport à l'exercice précédent) constitue également un facteur de soutien, et les sociétés concernées sont plus promptes à ajuster leurs stratégies en fonction de l'évolution des marchés.
- Comme chacun sait, les «SMID caps» sont moins largement couvertes par les analystes. Dès lors que les brokers n'allouent que peu de ressources à ce segment, les gérants de portefeuille dédiés ont la possibilité de générer de la valeur ajoutée en dénichant des «perles».

**Graphique 2 | Nombre moyen d'analystes par société, couvrant le marché européen**



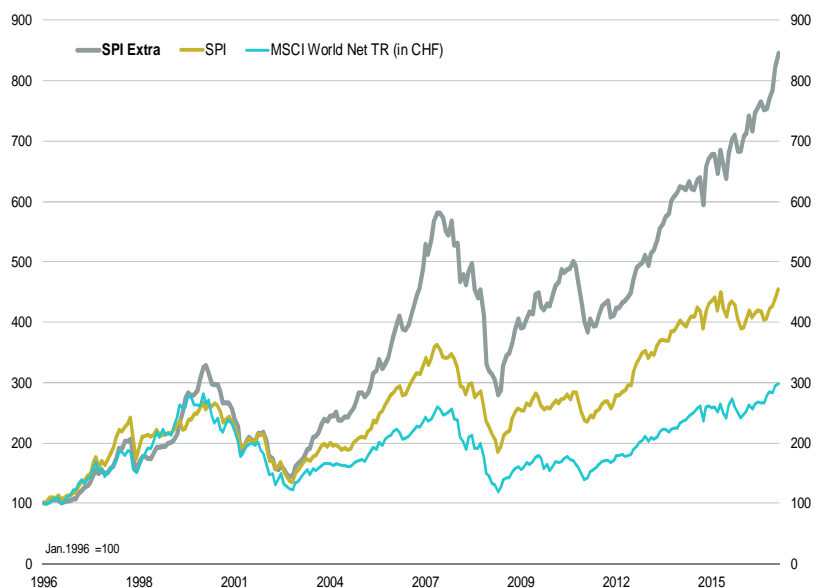
Source: UBP.

- Enfin, investir dans les petites et moyennes sociétés, c'est miser sur les atouts des structures entrepreneuriales, dans lesquelles le capital reste en mains familiales et les investissements suivent la philosophie des fondateurs de l'entreprise.

**Compétences de l'UBP dans le segment des «SMID caps»**

L'esprit entrepreneurial est l'une des principales caractéristiques de l'univers des petites et moyennes capitalisations, et c'est aussi l'un des piliers de l'UBP. En outre, ce marché de taille restreinte est un terrain de prédilection pour un gérant actif. Rien d'étonnant dès lors que l'UBP ait décidé de se doter de compétences internes axées sur des marchés régionaux clés. Notre activité dans l'univers des «SMID caps» a débuté sur notre marché domestique, dans la logique du développement de notre franchise helvétique.

**Graphique 3 | Performance historique des «SMID caps» vs le MSCI World (en CHF)**



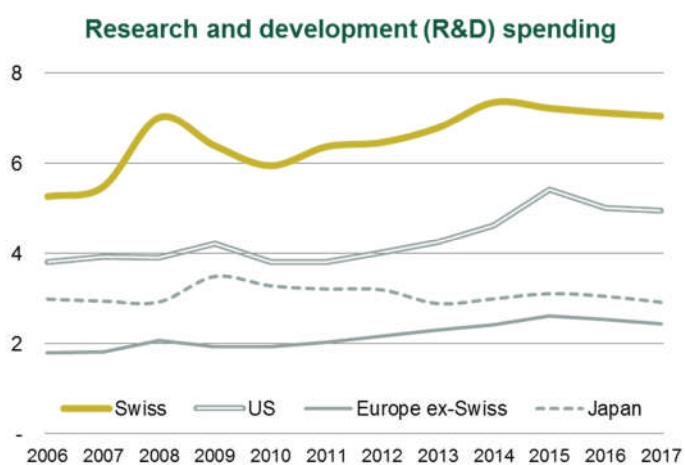
Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

### **Petites et moyennes capitalisations suisses**

La vigueur du franc suisse a certes été un obstacle pour les sociétés helvétiques (toutes capitalisations confondues) durant des décennies, mais cela ne les a pas empêchées de croître à l'échelle internationale. Ces entreprises ont en effet appris à composer avec une monnaie qui n'a jamais cessé de s'apprécier: elles y sont parvenues en se concentrant sur leurs avantages concurrentiels et sur l'innovation, tout en faisant preuve de rigueur en matière de coûts.

Comme le montre le graphique ci-dessous, les sociétés suisses ont pour la plupart été en mesure de maintenir un haut niveau de dépenses en R&D et de s'assurer ainsi un avantage concurrentiel sur leur marché.

**Graphique 4 | Dépenses de R&D comparé aux autres pays développés**



Source: Credit Suisse.

Cette approche se reflète dans les très hauts rendements internes du capital investi (CFROI) dont les entreprises helvétiques ont régulièrement fait état.

Après un bref passage à vide durant la crise financière, les «SMID caps» ont retrouvé depuis peu leur prime traditionnelle face aux grandes capitalisations, le marché s'attendant à ce que la croissance bénéficiaire reste supérieure dans ce segment.

Nous avons opté pour la philosophie d'investissement suivante:

- Nous investissons en fonction du cycle de vie du CFROI des sociétés. Nous construisons des portefeuilles composés à la fois de sociétés caractérisées par des CFROI élevés et stables et de participations plus opportunistes dans des entreprises présentant des CFROI en forte croissance ou des thèmes de restructuration attractifs pour lesquels nous anticipons une reprise des CFROI.
- Nous procédons par ailleurs à une analyse fondée sur les indicateurs de valorisation et de momentum.

Alors que les marchés émergents parviennent à maturité et entament des phases de croissance à plus forte valeur ajoutée, les sociétés de petite et moyenne capitalisation suisses ont un rôle de plus en plus important à jouer, au-delà des entreprises purement axées sur les infrastructures. Les «SMID caps» helvétiques offrent la stabilité d'un marché développé et largement décorrélé mais également une exposition indirecte aux pays émergents, et pourraient par conséquent continuer de bénéficier de la croissance future des marchés émergents.

### **Petites capitalisations américaines**

L'économie américaine a poursuivi sa croissance régulière au 2<sup>e</sup> trimestre 2017, soutenue par l'espoir d'une renaissance du secteur manufacturier et d'un redressement de la consommation domestique.

Un tel contexte est de nature à profiter durablement aux entreprises américaines, notamment à celles qui réalisent l'essentiel de leurs bénéfices aux Etats-Unis.

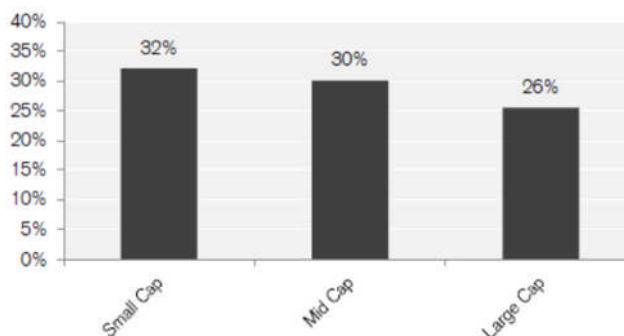
Parmi ces sociétés, les petites capitalisations («small caps») tendent à enregistrer une croissance organique sur le marché local, dont la taille leur assure des opportunités de croissance supérieures.

On devrait assister à un changement manifeste du paysage économique, avec d'une part un rebond de la consommation domestique et une remontée des taux d'intérêt et, d'autre part, le train de réformes annoncé par Donald Trump. Voici les éléments clés de notre thèse d'investissement concernant les petites capitalisations américaines:

- Un abaissement à 15% du taux d'imposition des entreprises bénéficierait tout spécialement aux «small caps», sachant qu'à l'heure actuelle, elles paient proportionnellement plus d'impôts que les grandes sociétés.

### **Graphique 5 | Taux d'imposition effectif selon la capitalisation boursière**

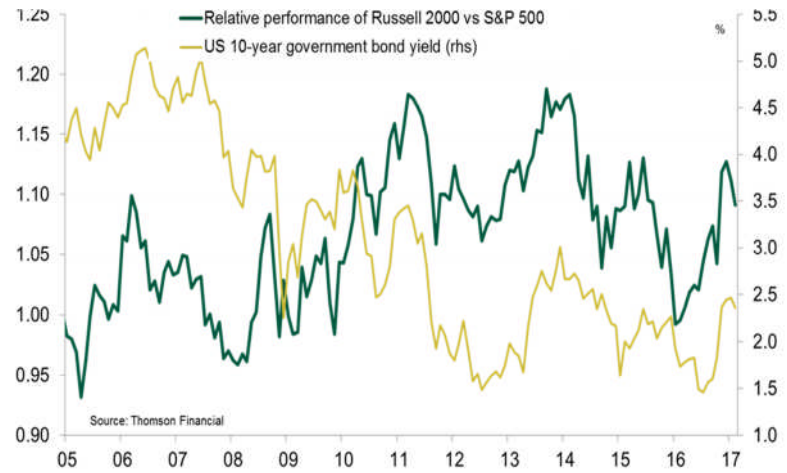
**Current Effective Tax Rate By Size Index**  
R2000, RMid, S&P 500, Wgt Median, Ex Neg Pre Tax  
Income, Ex REITs



Source: CS US Equity Strategy, Russell, S&P Capital IQ/ClariFi, Compustat, as of 9/30/2016

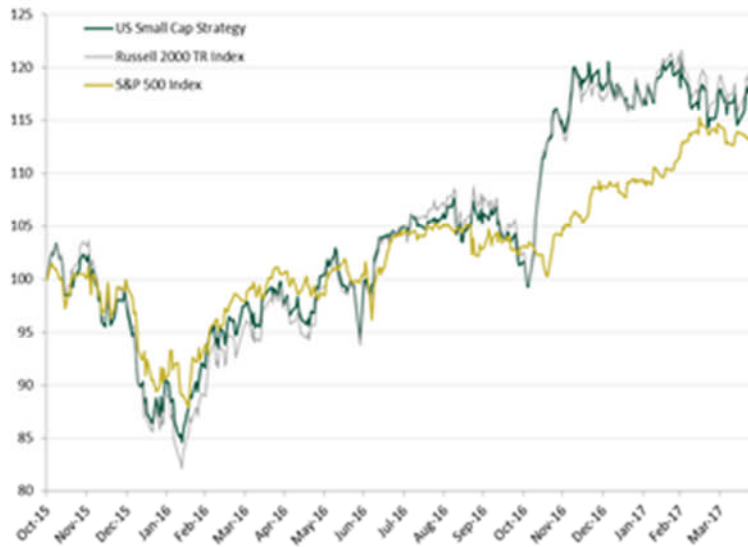
- Une diminution de la réglementation serait également positive pour les petites capitalisations: le président Trump a réaffirmé à maintes reprises sa conviction que l'abrogation des réglementations superflues qui entravent l'économie américaine entraînera une solide croissance de l'emploi.
- Enfin, la performance relative des «small caps» affiche une corrélation positive avec le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans, ce qui paraît logique vu la forte sensibilité de ces sociétés au cycle conjoncturel.

**Graphique 6 | Performance des petites capitalisations américaines vs les grandes capitalisations et les bons du Trésor à 10 ans**



Forte de la conviction que le segment des «small caps» américaines présentait toujours un solide potentiel haussier, l'UBP a décidé de proposer une nouvelle solution d'investissement via un partenariat avec un gérant d'actifs externe.

**Graphique 7 | Historique de performance des petites et moyennes capitalisations américaines vs les grandes capitalisations américaines**



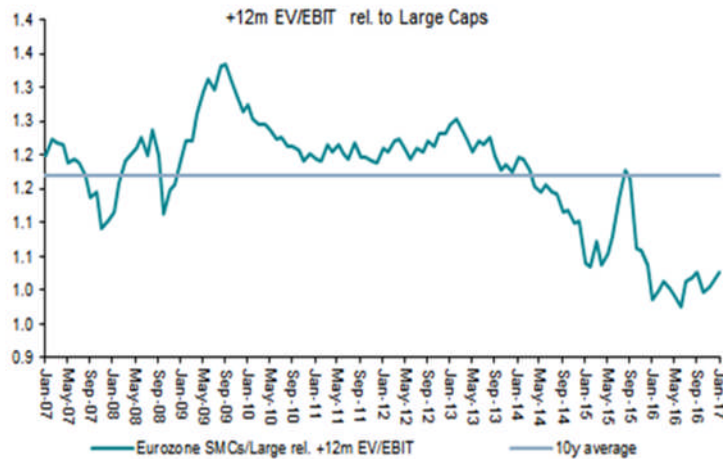
Sources: UBP, Bloomberg Finance L.P.

### **Petites et moyennes capitalisations européennes**

Les petites et moyennes capitalisations européennes ont affiché récemment une croissance des bénéfices bien orientée ainsi que des valorisations en ligne avec la moyenne historique, deux arguments de poids pour investir dans cette classe d'actifs.

- Ayant très légèrement sous-performé les grandes capitalisations en 2016, les «SMID caps» européennes ont vu leurs valorisations baisser et devenir attrayantes par rapport au reste du marché.

### **Graphique 8 | EV/EBIT à 12 mois: petites et moyennes capitalisations vs grandes capitalisations**

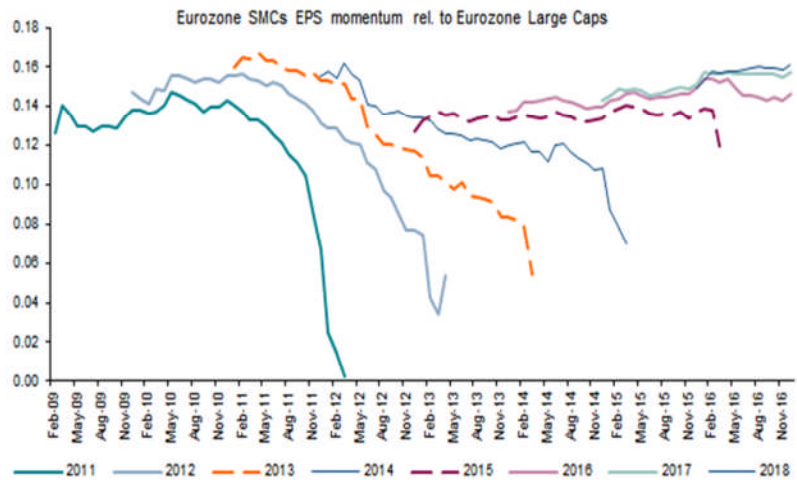


Sources: Factset, estimations d'Exane BNP Paribas.

- Les petites et moyennes capitalisations présentent ainsi des valorisations relatives largement en ligne avec la moyenne historique à long terme. En outre, elles font état de bilans plus sains que les grandes capitalisations, avec un ratio dette nette/EBITDA moyen inférieur à 1.1x pour les premières, contre 3.9x pour les secondes.
- Enfin, la dynamique de croissance des bénéfices des «small caps» est, relativement aux grandes capitalisations, solide par rapport aux cycles précédents, ce qui constitue un facteur de soutien significatif.



**Graphique 9 | Momentum des BPA en zone euro: petites et moyennes capitalisations vs grandes capitalisations**



Sources: Factset, estimations d'Exane BNP Paribas.

Notre stratégie d'investissement dans l'univers des petites et moyennes capitalisations européennes repose sur trois piliers:

- Nous nous attachons à investir dans les sociétés qui créent de la valeur sur le long terme, en appliquant un filtrage («screening») strict axé sur les cash-flows.
- Notre processus de recherche vise à identifier les sociétés bénéficiant d'une dynamique à la fois interne et externe à même de générer de la valeur pour les actionnaires.
- Pour la construction de portefeuille, nous suivons une approche «bottom-up» alliant forte conviction et gestion du risque rigoureuse.

Les «SMID caps» étant traditionnellement plus exposées aux segments cycliques du marché que les grandes capitalisations, nos solutions d'investissement respectent notamment une règle de base 60-40, moyennant une certaine flexibilité:

- 60% du portefeuille devrait être composé de sociétés offrant une «performance durable» avec une moindre volatilité;
- 40% du portefeuille est exposé à des sociétés affichant un réel potentiel de hausse des revenus.

Un des points clés de notre approche d'investissement consiste à nous focaliser sur le cycle de vie du CFROI de chaque entreprise considérée. C'est un moyen d'éviter les distorsions de valeur entre secteurs qui résultent souvent de différences dans les pratiques comptables et l'affectation des revenus nets.

En conclusion, nous considérons que le segment des petites et moyennes capitalisations européennes offre des opportunités de placement à long terme.

---

## En bref

- ◆ La reprise de l'économie mondiale en cours devrait soutenir les marchés actions globaux, sauf augmentation significative du risque systémique. Ce contexte est favorable aux petites et moyennes capitalisations, ce qui fait de cette classe d'actifs une alternative de placement pertinente.
- ◆ L'UBP s'attache à proposer, pour les différentes classes d'actifs, des solutions d'investissement fondées sur une gestion active et capables de surperformer les stratégies passives.
- ◆ Compte tenu du cycle conjoncturel et du cycle d'investissement, les «SMID caps» demeurent une composante importante des solutions de placement offertes par l'UBP.

## Benjamin Soussan

Swiss & Global – Emerging Equities - Investment Specialist  
benjamin.soussan@ubp.ch

## Jean-Luc Eyssautier

European Equities - Investment Specialist  
jean-luc.eyssautier@ubp.com

## Cédric Le Berre

External Managers - Investment Specialist  
cedric.leberre@ubp.ch

## Union Bancaire Privée, UBP SA

Asset Management Division

---

### Disclaimer

Le présent document marketing est fourni uniquement à titre d'information et/ou à des fins commerciales. Il est confidentiel et destiné uniquement à la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, donné, envoyé ou rendu accessible d'une quelconque façon à toute autre personne sans l'autorisation écrite préalable de l'Union Bancaire Privée, UBP SA (ci-après l'«UBP»). Il reflète l'opinion de l'UBP à la date de son émission.

Le présent document est destiné uniquement aux personnes ayant le statut d'investisseurs qualifiés en Suisse ou de clients professionnels ou de contreparties éligibles, ou à toute catégorie d'investisseurs équivalente, comme défini par les lois applicables en la matière (ces personnes étant toutes considérées comme des «relevant persons»). Le présent document s'adresse uniquement aux «relevant persons»; toute personne qui n'est pas une «relevant person» ne doit pas agir sur la base du présent document ou s'appuyer sur le présent document. Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé (en tout ou partie) dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite, et il ne s'adresse pas aux personnes ou aux entités auxquelles il serait illégal de transmettre un tel document. En particulier, ce document ne peut être distribué aux Etats-Unis d'Amérique ni à toute personne américaine («US person») (dont les citoyens américains résidant en dehors des Etats-Unis d'Amérique).

Le présent document n'a pas été produit par les analystes financiers de l'UBP et ne peut donc être considéré comme de la recherche financière. A ce titre, il n'est aucunement soumis aux exigences relatives à l'analyse financière et à l'indépendance de la recherche en investissement.

Des efforts raisonnables ont été déployés pour s'assurer que le contenu du présent document est basé sur des informations et des données obtenues auprès de sources fiables. Cependant, l'UBP n'a pas vérifié les informations figurant dans le présent document et ne garantit en aucun cas leur exactitude ou leur exhaustivité. L'UBP décline toute responsabilité quelle qu'elle soit et ne formule aucune déclaration, garantie ou promesse – expresse ou implicite – quant aux informations, projections ou opinions contenues dans le présent document, ou en ce qui concerne d'éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes. Les informations mentionnées dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. L'UBP ne s'engage aucunement à mettre à jour le présent document ou à corriger des données qui pourraient se révéler inexactes.

Le présent document peut faire référence aux performances passées des stratégies d'investissement. Les performances passées ne constituent pas une indication des performances actuelles ou futures. Les stratégies d'investissement peuvent voir leur valeur baisser ou croître. Tout capital investi peut impliquer des risques, et il est possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. De plus, les données de la performance figurant dans le présent document ne tiennent pas compte des commissions et des frais perçus lors de l'émission et du remboursement des titres, ni des retenues fiscales éventuelles. Les fluctuations des taux de change peuvent faire varier votre performance à la hausse ou à la baisse.

Tous les énoncés mentionnés dans le présent document autres que ceux portant sur des faits historiques sont de nature prospective. Les énoncés prospectifs ne reflètent pas nécessairement les performances futures. Les projections financières figurant (le cas échéant) dans le présent document ne représentent en aucun cas des prévisions ou des budgets; elles sont fournies exclusivement à titre d'illustration et se fondent sur des anticipations et des hypothèses actuelles qui peuvent ne pas se matérialiser. Les performances réelles, les résultats, les conditions financières et les perspectives d'une stratégie d'investissement peuvent différer sensiblement de ceux formulés, explicitement ou implicitement, dans les énoncés prospectifs figurant dans le présent document. En effet, les performances projetées ou visées sont, par nature, soumises à des incertitudes importantes, notamment économiques et de marché, susceptibles d'avoir une incidence négative sur la performance. L'UBP n'assume aucune obligation de mettre à jour les énoncés prospectifs, que ce soit du fait de nouvelles informations, d'événements futurs ou pour toute autre raison.

Le présent document ne doit pas être considéré comme un conseil ou une forme de recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre, sauf mention contraire. Il ne saurait remplacer un prospectus ou tout autre document juridique. Les opinions exprimées dans les présentes ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques des investisseurs. Il appartient à chaque investisseur de se forger sa propre opinion à l'égard de tout titre ou instrument financier mentionné dans ce document et d'évaluer de manière indépendante les avantages ou le caractère adéquat de tout investissement. Les investisseurs sont invités à lire attentivement les avertissements sur les risques ainsi que les réglementations énoncées dans le prospectus ou dans les autres documents juridiques, et il leur est recommandé de requérir l'avis de leurs conseillers financiers, juridiques et fiscaux.

Le traitement fiscal de tout investissement dépend de votre situation individuelle et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications.

Le présent document ne constitue ni une offre ni une sollicitation pour acheter, souscrire ou vendre des devises, des fonds, des produits ou des instruments financiers quels qu'ils soient, pour effectuer un investissement, ou pour participer à des stratégies de trading spécifiques dans une juridiction où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée, ou à l'intention de toute personne à laquelle il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation.

Les appels émis vers le numéro de téléphone mentionné dans le présent document peuvent être enregistrés. L'UBP considère que toute personne appelant ce numéro accepte l'enregistrement de la communication.

L'UBP est agréée et réglementée, en Suisse, par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Au Royaume-Uni, l'UBP est agréée par l'Autorité de régulation prudentielle (Prudential Regulation Authority, PRA); elle est assujettie à la réglementation de l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority, FCA) et elle est soumise à certaines règles de la PRA.