



Lettre trimestrielle – Printemps 2024

Les petites et moyennes valeurs au rebond ?



Lors de la cérémonie des **Morningstar France Awards for Investing Excellence 2024**, Montaigne Capital s'est vu remettre le Prix du meilleur fonds Actions petites et moyennes capitalisations France.

Ce prix distingue la gestion de **MC Special**, spécialisé dans les belles sociétés souvent familiales, dans l'univers des petites et moyennes valeurs françaises. Le gérant du fonds, **Francis Berthelin**, applique depuis près de 20 ans la même méthodologie qui a fait ses preuves.

En dépit des conditions adverses pour les petites valeurs depuis quelques années MC Special garde le cap de la croissance et affiche une performance annualisée nette de 7,8 % sur les 20 dernières années. Même si les performances passées ne préjugent pas des performances futures, le rebond de cette classe d'actif, amorcé il y a quelques mois, laisse présager encore de belles années pour ce fonds.



Morningstar a décerné mercredi 27 mars les lauréats des Morningstar France Awards for Investing Excellence 2024 lors d'une cérémonie de remise des prix organisée à L'Hôtel de Ville de Paris.

Éditorial – Comment se positionner sur l'or ?

La montée des tensions géopolitiques et l'importance des dettes des états sont deux raisons qui ont poussé de nombreux investisseurs à investir sur le métal jaune ces dernières années. Plus récemment, la mise au ban de la Russie dans le système monétaire des pays développés a déclenché une nouvelle vague d'achat. En effet, de nombreuses banques centrales de pays émergents **ont augmenté la part de l'or dans leurs réserves de change**, Chine en tête, de sorte à réduire leur dépendance au dollar.



Pourtant, même si le cours de l'or est au plus haut à près de 2 400 \$, peu d'investisseurs ont réellement profité de ce mouvement. En effet, beaucoup se sont tournés vers les mines d'or, en faisant le raisonnement simple que le cours de bourse de ces dernières amplifiera la hausse du métal jaune. Dans les faits, il n'en est rien : nous avons fait l'exercice d'analyser la performance des mines d'or uniquement les années de hausse significative du métal jaune (progression de plus de 10 %).

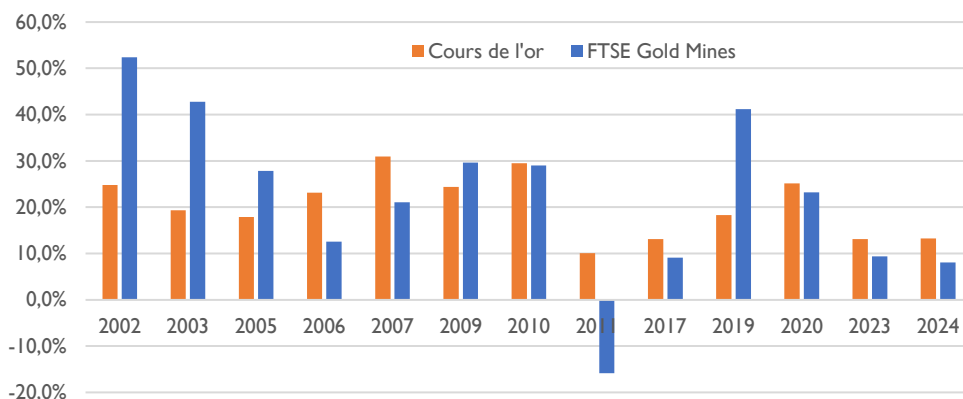


Figure 1. Source : Bloomberg, Montaigne Capital. Performance en USD de l'indice FTSE Gold Mines et de l'or sur les années haussières (plus de 10%) des 30 dernières années. Performance au 13 mai 2024.

Résultats : pendant ces années favorables, la performance boursière moyenne des mines est alors de +22,3 %, soit à peine plus que celle de l'or lui-même qui affiche une progression moyenne de +20,2 %. En période de baisse, il y a en revanche une amplification du repli pour les minières. Au final, sur les 30 dernières années, l'or a vu son cours multiplier par 6 (soit une progression annualisée de +6,2 %), alors que les mines d'or, dividendes réinvestis, ont affiché une performance quasi nulle. Pourtant, leurs coûts ont évolué dans les mêmes ordres de grandeur que le cours de l'or, et les marges des sociétés minières sont restées plutôt stables dans le temps.

Deux raisons expliquent cette contre-performance :

- Les réserves d'or des sociétés minières s'épuisent peu à peu, et la production a tendance à naturellement baisser. Racheter de nouvelles mines ou des concurrents devient le seul moyen de se développer, ce qui est coûteux pour l'actionnaire ;
- Les multiples de valorisation des mines sont actuellement bien plus faibles qu'auparavant (environ 8x l'EBITDA actuellement versus 20x historiquement).

Ainsi, si la baisse tendancielle des réserves d'or va probablement se poursuivre sur le long terme, nous considérons aujourd'hui que les mines devraient se revaloriser à moyen terme. Il n'est donc pas déraisonnable d'équilibrer son exposition à l'or en ayant une partie directement investie sur le métal jaune (cela est même désormais possible directement dans vos portefeuilles) et une partie à travers des mines d'or bien choisies. C'est l'objet du fonds MC Prestige Or, qui a récemment reçu le **Lipper 2024 du meilleur fonds de sa catégorie**.

Pierre Willot,
le 14 mai 2024



Les Fonds internes familiaux, une spécificité luxembourgeoise

Les fonds internes dédiés (FID) et les fonds internes collectifs (FIC) sont des possibilités offertes dans le cadre des assurances-vie luxembourgeoises. Ils permettent aux investisseurs de bénéficier d'une **gestion personnalisée** de leur portefeuille, tout en profitant du cadre avantageux du Luxembourg. À ces deux supports s'ajoutent les fonds internes dédiés familiaux, qui présentent eux aussi de nombreux avantages. Voyons plus en détail à quoi correspond chacun de ces supports.

Fonds Internes Dédiés (FID)

Les FID permettent de gérer un ou plusieurs portefeuilles boursiers en titres vifs ou OPC **au sein d'un même contrat luxembourgeois**. La figure 1 illustre ce concept pour un investisseur, qui aurait, au travers de deux FID et d'un fonds euros, confié la gestion de trois poches d'actifs différentes d'un même contrat d'assurance-vie luxembourgeois à plusieurs acteurs, chacun spécialisé dans un domaine.

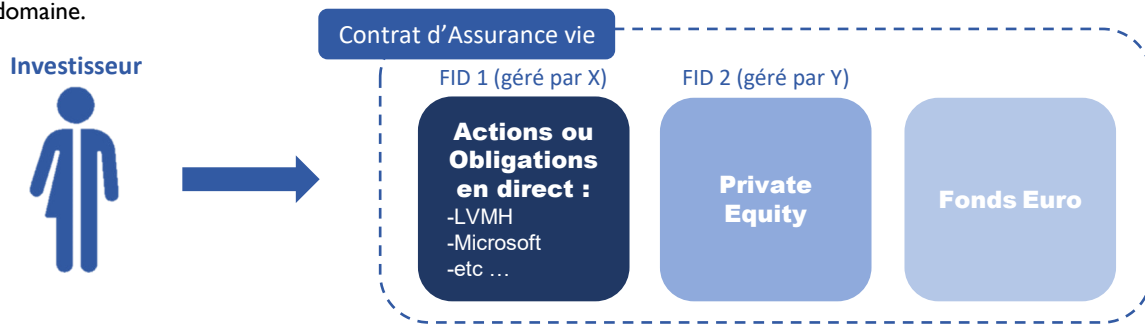


Figure 1 : Illustration de l'utilisation de deux FID et d'un fonds euros au sein d'un même contrat d'Assurance-vie.

Fonds Internes Collectifs (FIC)

Bien entendu, l'utilisation des FID est réservée à des montants relativement importants (250k€ minimum). Aussi, pour les placements plus modestes, les assureurs Luxembourgeois ont mis en place le mécanisme de FIC. Ce dernier ne permet pas la mise en place d'une stratégie spécifique pour chaque investisseur, mais autorise, à l'inverse, plusieurs investisseurs (sans liens apparents) à **mutualiser leur gestion sur une stratégie commune**.

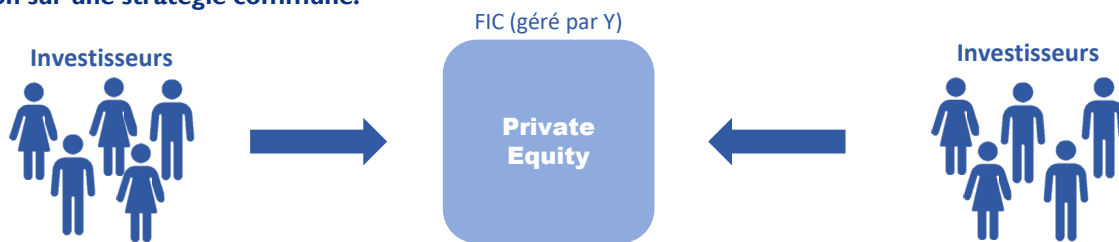


Figure 2 : Illustration de l'utilisation d'un FIC de stratégie « Private Equity » par plusieurs investisseurs, chacun via son contrat.

Fonds Internes Dédiés Familiaux (FIDF)

Les FIDF réunissent **le meilleur de ces deux mondes** : ils sont conçus pour les familles qui souhaitent investir ensemble via des contrats d'Assurance-vie, et permettent à la fois une **gestion sur mesure du patrimoine familial** et une **mutualisation des ressources**. La figure 3 illustre le cas de l'utilisation d'un FIDF mis en place par des parents en faveur de leurs trois enfants. Chacun des enfants dispose de son propre contrat d'Assurance-vie, dont les capitaux sont investis dans le FIDF. Celui-ci adopte une gestion personnalisée pour la famille.



Figure 3 : Les trois membres de la même fratrie voient leurs actifs placés dans le même FIDF et bénéficient donc la même gestion, chacun pouvant cependant racheter ou reverser sur son contrat indépendamment des autres.

Cet outil propre aux contrats luxembourgeois permet ainsi de **gérer efficacement un patrimoine familial**, tout en harmonisant la performance entre les membres de la famille et en mutualisant les coûts. Très pratique, il nécessite cependant que tous les investisseurs aient un profil et un horizon d'investissement similaires.

Les informations fournies ci-dessus ne constituent pas un conseil fiscal et ne doivent pas être interprétées comme telles. Les lois fiscales peuvent varier selon les juridictions et les circonstances individuelles. Il est fortement recommandé de consulter un professionnel qualifié pour obtenir des conseils adaptés à votre situation spécifique.

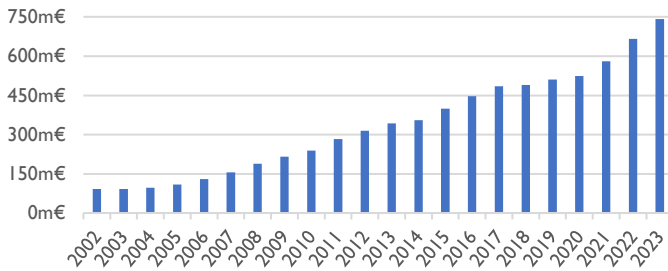


Neurones : « Il y a des fleurs partout pour qui veut bien les voir » H. Matisse

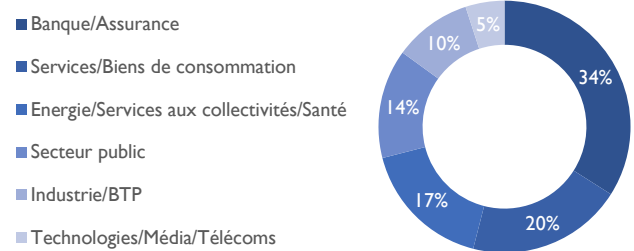
Neurones est une importante société française de Conseil en informatique, derrière Capgemini, Alten et Sopra Steria, avec plus de 6 700 collaborateurs. Son expertise couvre le Big data, la cybersécurité, le développement d'applications web, mobiles et Cloud, la migration et la gestion d'environnements digitaux, l'expérience utilisateurs ou encore la conduite du changement et la formation. En somme, **Neurones accompagne ses clients dans leurs projets digitaux, leur transformation numérique et leur sécurité informatique.**



Evolution du Chiffre d'affaires



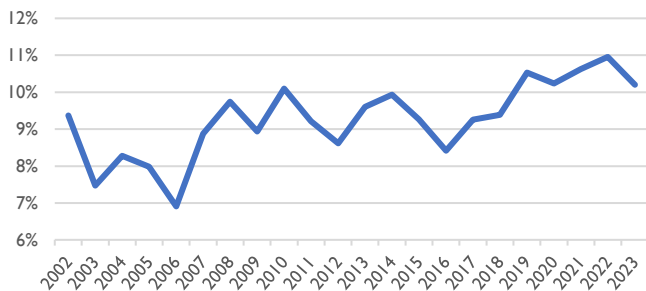
Répartition sectorielle du chiffre d'affaires 2023



Sources : Neurones, Montaigne Capital

La société affiche une **croissance ininterrompue de son chiffre d'affaires depuis 38 ans !** Sur les 20 dernières années, l'activité a en moyenne progressé de +11,0 % chaque année : une performance exceptionnelle pour une société prudente dans ses investissements et qui privilégie la croissance organique.

Evolution de la Marge opérationnelle (en % du CA)



Répartition géographique des collaborateurs



Sources : Neurones, Montaigne Capital

La rentabilité n'est pas en reste : **la marge d'exploitation a bien progressé depuis son point bas de 2006**, passant de 6,9 % à 10,2 % en 2023, dans un environnement pourtant plutôt défavorable. Ce profil de rentabilité place Neurones parmi les meilleures sociétés du secteur.

Par ailleurs, la stratégie de redistribution aux actionnaires a drastiquement changé et **la société reverse désormais 50 % de son bénéfice net** (vs seulement 5 % jusqu'en 2019). Ce changement de stratégie pourrait indiquer une volonté de changement de contrôle de la société dans le futur. En effet, le capital étant très majoritairement détenu par le fondateur de la société, Luc de Chamard (69 ans), et certains managers, le flottant ne représente que 30 % du capital. La société a accumulé au fil des années une trésorerie excédentaire de 290m€ (soit 12€/action) qui pourrait ainsi être utilisée pour lancer une éventuelle OPRA (Offre publique de rachat).

Enfin, en termes de valorisation, une société comme Neurones pourrait se payer 14x son résultat opérationnel (vs 11,5x actuellement), soit 1 141m€. En tenant compte de la trésorerie excédentaire (290m€), **la valorisation pourrait donc atteindre 59€ par action (soit un potentiel d'appréciation de 30 % environ).**

En somme, le marché du Conseil et des Services Numériques rappelle cette observation d'Henri Matisse : « Il y a des fleurs partout pour qui veut bien les voir ». Ces « fleurs » sont, pour Neurones, les nouvelles solutions digitales déployées pour **répondre aux besoins clients en forte accélération depuis quelques années.**

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel.

La gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	T1 2024	2023	2022	2021	2020	2019
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	+3,27 % (+9,87 %)	+18,93 % (+20,96 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+0,04 % (+0,98 %)	+11,96 % (+4,00 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+1,43 % (+1,60 %)	+4,52 % (+5,90 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	+0,92 % (+0,70 %)	+6,53 % (+8,34 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34 %)	+31,30 % (+45,51 %)
MC Spécial (CAC 40 net)	FR0007036397	Actions	+3,74 % (+8,98 %)	+10,26 % (+19,26 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)	+8,60 % (+29,24 %)

Note : performances nettes de frais au 31 mars 2024. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

L'année 2024 a démarré sur une bonne note pour les marchés financiers. Ceci s'explique principalement par des signaux positifs supplémentaires concernant un ralentissement contrôlé de l'inflation et de l'économie en général, nuancés par un discours plus prudent des Banques centrales concernant l'agenda de baisse des taux directeurs.

Le **marché obligataire** enregistre une baisse significative sur le trimestre du fait du rebond des taux longs, conséquence d'une économie plus résiliente qu'anticipé et donc d'un discours plus prudent des Banques centrales. Les taux allemands et français à 10 ans progressent ainsi significativement, ce qui pénalise aux valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

De même, les **marchés actions** ont nettement progressé sur le premier trimestre, notamment les valeurs technologiques américaines. Cette bonne performance boursière s'explique par la bonne saison de résultats annuels des sociétés, le ralentissement contrôlé de l'inflation, notamment en Europe, ainsi que la résilience des principaux indicateurs économiques des pays occidentaux, en ligne avec les attentes du marché. Néanmoins, des incertitudes perdurent quant au redémarrage de l'économie chinoise, qui tarde à se concrétiser.

Le **marché des changes** a été relativement mitigé sur le trimestre, marqué par un léger renforcement du dollar US face à l'euro, une poursuite du repli du yen, un affaiblissement du franc suisse face à l'euro, et une stabilité de la livre sterling, et même du réal brésilien. La lire turque poursuit en revanche son effondrement.

Les **matières premières** restent le sujet le plus brûlant, tant leur volatilité a été importante durant l'année 2023. Les matières industrielles ont eu des comportements très divers : le manganèse est resté stable, tandis que le fer s'est fortement replié, et que l'aluminium, le cuivre et le nickel se sont nettement appréciés. Par ailleurs, les prix du gaz poursuivent leur normalisation sur fond de détente énergétique, de même que l'électricité. En revanche, le pétrole progresse significativement sur fond de tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Enfin, l'or, valeur refuge par excellence, explose à la hausse dans un contexte de tensions mondiales.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent ni une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.