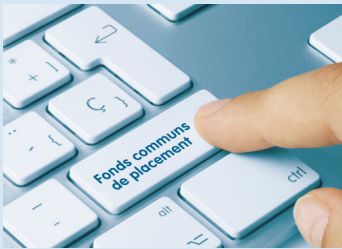




Lettre trimestrielle – Été 2023

Réorganisation de notre gamme de fonds



Comme nous vous l'annonçons dans notre lettre de l'hiver dernier, le rapprochement de Montaigne Capital avec **La Financière Dessigny** devait conduire à une réorganisation de notre gamme de fonds.

C'est désormais chose faite : depuis le 9 juin 2023, les fonds **MC Modéré** et **Capitalisation**, qui présentaient l'un et l'autre une vocation patrimoniale, ont fusionné.

De même, **MC Convictions France** a été absorbé par le fonds **MC Spécial**. Ce dernier investit avec succès depuis plus de 20 ans sur les valeurs françaises susceptibles de faire l'objet d'une **opération financière**. Comme dans le fonds **MC Convictions France**, les titres de **MC Spécial** sont sélectionnés en Europe, particulièrement en France, et principalement dans l'univers des petites et moyennes valeurs, selon des critères d'analyse fondamentale.

Un courrier d'information décrivant ces opérations et soulignant les points de différences entre ces fonds a été transmis via la plateforme EuroClear.

N'hésitez pas à prendre contact avec nous si vous ne l'avez pas reçu ou pour toute question.

Éditorial – La revanche des petites et moyennes valeurs ?

Dans le cadre théorique de la finance moderne, plus un actif est risqué, plus son retour sur investissement attendu doit être important, pour « rémunérer » la prise de risque.

S'agissant des petites et moyennes valeurs, il est incontestable qu'elles sont plus risquées que les grandes : elles sont, en moyenne, tout à la fois plus concentrées géographiquement (car moins présentes à l'international), moins liquides, moins solides financièrement et plus volatiles. Il est donc logique que **les petites et moyennes valeurs aient surperformé** leurs homologues de plus grande taille sur période longue (cf. figure 1).

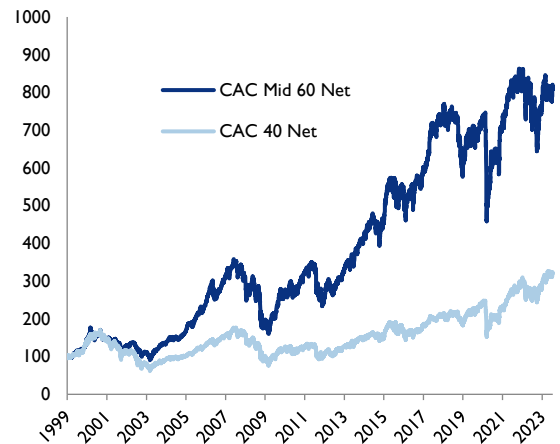


Figure 1. Performance des indices, dividendes réinvestis. Source : Bloomberg, Montaigne Capital. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Il est en revanche beaucoup plus étonnant de constater que l'inverse s'est produit sur les cinq dernières années. En effet, sur cette période, le CAC 40 gagne un peu plus de 50 %, dividendes réinvestis, contre un maigre +12 % pour le CAC Mid avec dividendes. Cet écart est similaire aux États-Unis, avec +73 % pour les grandes capitalisations (S&P 500 Net), contre +25 % pour les valeurs moyennes (Russell 2000 net).

Naturellement, il existe des facteurs qui contribuent à expliquer ce paradoxe. La différence de répartition sectorielle, par exemple : le **secteur technologique** (aux États-Unis) et le **luxe** (en Europe) représentent une part significative des indices de grandes valeurs, alors qu'ils sont moins représentés dans les indices de petites et moyennes valeurs. Ces deux secteurs ayant connu des performances boursières exceptionnelles, cela contribue logiquement à des écarts de performance des indices.

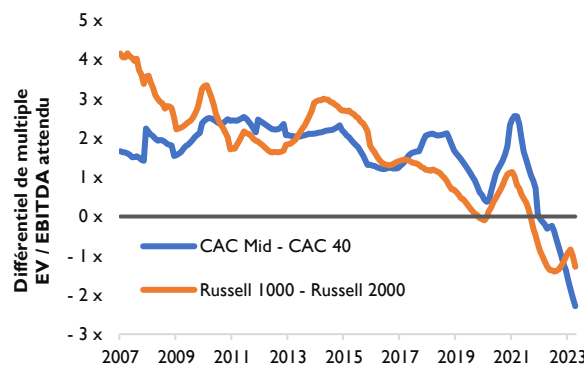


Figure 2 : Évolution des écarts de valorisation dans le temps. Source : Bloomberg, Montaigne Capital.

Bien entendu, ces différences de niveau de valorisation n'ont pas échappé aux professionnels des fusions/acquisitions : cela explique le nombre élevé d'OPA et de retraits de cote ces derniers mois, les gros acteurs industriels, bien valorisés, ayant tout intérêt à acquérir leurs concurrents de plus petite taille moins bien valorisés. Comme toujours sur les marchés, les déséquilibres créent des opportunités d'arbitrage... d'autant plus que les petites et moyennes valeurs de bonne qualité ne manquent pas. Et en ce qui nous concerne, nous prévoyons donc une repondération significative des petites et moyennes valeurs en portefeuille.

Jérôme Guilnard
Le 20 juillet 2023



Marché boursier versus *private equity* : que faut-il choisir ?

C'est une petite chanson que l'on entend de manière régulière : pourquoi continuer à investir sur les bourses mondiales, dont la performance historique mesurée sur longue période est de l'ordre de +7 % par an, alors que les fonds de *private equity* offrent des « TRI » (taux de rendement interne) de l'ordre de 20 % ? C'est à notre sens un mauvais procès : la mesure de la performance n'est pas effectuée de la même façon, et les deux classes d'actifs se complètent merveilleusement.

Comment fonctionne un fonds de *private equity* ?

Contrairement au marché boursier, un placement sur un fonds de *private equity* s'effectue dans le temps. En effet, les équipes de gestion du fonds vont mettre plusieurs années à sélectionner les entreprises qu'elles vont racheter et à en négocier les termes. Initialement, un investisseur s'engage à investir par exemple 100 000 €. Il ne devra pas déboursier cette somme en une fois, mais le fonds de *private equity* lui demandera régulièrement de verser 5 000 €, 15 000 € ou 10 000 € (les appels de fonds) en fonction de son rythme d'investissement. En effet, l'argent des investisseurs n'est appelé que lorsque les entreprises sous-jacentes sont achetées. Cette période initiale d'investissement peut durer trois à cinq ans.

Ensuite, et parfois même avant la fin de la période d'investissement, les premières cessions d'entreprises sont effectuées. Le fonds rend alors à l'investisseur sa quote-part du prix de cession. Les distributions commencent, et se concentrent usuellement entre l'année 4 et l'année 8 du fonds. Mais elles peuvent ensuite, sur des montants plus réduits, s'étaler dans le temps (jusqu'à 15 ans !).

Puis la performance est mesurée en fonction des dates de contribution et de distribution : sur l'exemple ci-dessus, assez représentatif du cycle de vie d'un fonds de *private equity*, la période d'investissement se concentre sur les trois premières années, et l'ensemble du fonds est remboursé au bout de 10 années. Le TRI net investisseur est de 20 %, et l'investisseur a doublé son capital au bout des 10 ans. Cela ne veut pas dire que ses 100 000 € ont travaillé 10 ans à 20 % (sinon le capital aurait été multiplié par cinq, et non par deux). En réalité, les sommes n'ont travaillé qu'environ quatre ans, car elles ont mis du temps à être appelées, et les remboursements ont ensuite commencé avant la fin des 10 ans.

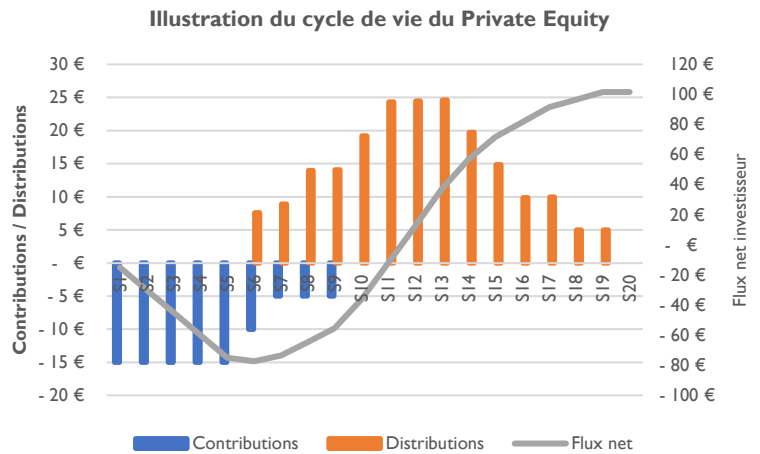


Figure 1. Cycle de vie d'un fonds de *private equity* (illustration).

Source : simulation Montaigne Capital. Les performances estimées ne préjugent pas des performances futures.

Performance illustrative cumulée

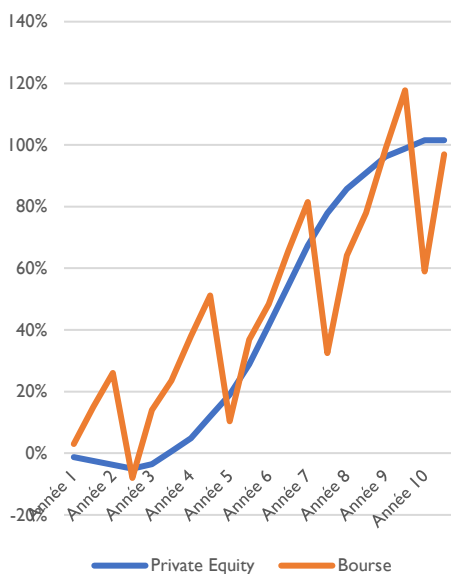


Figure 2. Valorisation dans le temps : marchés boursiers et *private equity*.

Source : Bloomberg, Montaigne Capital ; les performances théoriques ne préjugent pas des performances futures.

Comment cela se compare-t-il avec les marchés boursiers ?

Multiplier son capital par deux sur une période de 10 ans correspond peu ou prou à la performance des marchés boursiers (soit un rendement annuel de 7 %). Ainsi, entre allouer 100 000 € sur un fonds de *private equity* et 100 000 € au marché boursier, la différence finale risque d'être faible. Le graphique ci-contre illustre cet effet. En termes de valorisation dans le temps :

- la valeur d'un fonds de *private equity* commence à baisser les premières années de manière quasi systématique (la fameuse courbe en « J »), puis accélère fortement dans les années 4 à 8 ;
- le marché boursier est, lui, beaucoup plus erratique, et oscille autour de sa performance de long terme de 7 % annuel.

En revanche, **chercher à combiner les deux** pour éviter les périodes d'attente du *private equity* peut se révéler pertinent. Ainsi, nous recommandons souvent la mise en place de portefeuilles « mixtes ». Une somme globale est placée, par exemple 1 000 000 €, sur laquelle 50 % sont dédiés au *private equity*. Le portefeuille est initialement entièrement investi sur les marchés boursiers, et s'arbitre progressivement vers le *private equity* au fil des appels de fonds. Lorsque le fonds effectuera des distributions, celles-ci réintégreront le portefeuille boursier.

Ce faisant, aucune période de non-investissement n'est à déplorer, et les performances du *private equity* sont exploitées au mieux dans votre patrimoine.



Focus sur une belle société industrielle : l'entreprise Trigano

TRIGANO

La société Trigano, leader européenne des camping-cars avec **33 % de parts de marché**, fait partie des plus belles réussites industrielles de ces 20 dernières années. La société conçoit, produit et commercialise des véhicules de loisirs : camping-cars, caravanes, mobil-homes et divers équipements. De 600 M€ de chiffre d'affaires en 2000, la société devrait réaliser 3 500 M€ de facturations en 2023. Cela représente un taux de croissance moyen annuel de 8,1 %. Elle a dans le même temps réussi à hisser sa marge opérationnelle de 9 % à 11 %, soutenue par des économies d'échelle. Mis à part l'épisode douloureux de la crise financière de 2008, l'affaire n'est pas si cyclique que cela en dépit de son classement dans le secteur des biens de consommation discrétionnaires.

Le principal concurrent européen de Trigano est Hymer, avec une taille similaire, qui a été racheté par le leader américain des véhicules de loisirs Thor en 2018. Historiquement, Hymer dégagait des marges de l'ordre de 6 %, liées aux salaires plus élevés en Allemagne, et ce rachat n'a pas permis d'améliorer ce chiffre. Hymer est par ailleurs plutôt positionné haut de gamme, alors que Trigano fait dans l'entrée de gamme. Cette acquisition ratée profite indirectement à Trigano, car Hymer n'est plus en mesure d'être agressif sur ses prix de vente.

Une success-story ?

Cette réussite, c'est d'abord celle de son P.-D. G., **François Feuillet**, qui a réussi à intégrer bon nombre de concurrents dans son giron, tout en laissant aux dirigeants des sociétés rachetées une importante autonomie de gestion. Chaque acquisition permet à Trigano d'augmenter sa puissance d'achat en bases roulantes (châssis), qui représentent 50 % du coût de revient total. Les 35 heures, la semaine à quatre jours, le vieillissement d'une population en bonne santé et l'arrivée de vans plus compacts que les camping-cars ont été les principaux vecteurs de croissance du secteur. À l'inverse, le développement des vols à bas prix représente une concurrence pour le groupe.



Certaines acquisitions ont été plus importantes que d'autres, mais une seule a été difficile : Eura-Mobil, rachetée en 2005 en Allemagne, n'atteint toujours pas les standards de rentabilité du groupe, c'est-à-dire 10 % de taux de marge d'exploitation. Cette intégration difficile a pesé pendant 10 années sur la marge du groupe !

L'intégration la plus réussie a été Adria, en 2017, qui a apporté un chiffre d'affaires de 400 M€ (soit 25 % de celui de Trigano), et surtout une rentabilité meilleure, de l'ordre de 13 %, liée aux salaires moins élevés en Slovaquie.

Pourquoi s'intéresser maintenant à la valeur ?

- ✓ La prise de contrôle du marché de la distribution de camping-cars en France. Trigano a déjà acquis 40 % de parts de marché en deux ans. Ces acquisitions vont permettre à terme d'augmenter le pourcentage de véhicules produits par Trigano dans ses concessions.
- ✓ L'achat des mobile homes de Bénéteau, sous réserve de l'aval des autorités de la concurrence, qui va créer une division de 500 M€ de chiffres d'affaires avec une rentabilité supérieure et de possibles synergies de coûts.
- ✓ Enfin, l'âge du capitaine : François Feuillet a 75 ans, ce qui milite pour une vente de l'affaire. En effet, ses deux filles ne sont pas impliquées dans la gestion du groupe.

Mais deux bémols sont à retenir :

- ✗ L'activité est actuellement en haut de cycle et la demande finale pourrait ralentir après une hausse des prix de l'ordre de 20 % en 18 mois. Ceci explique le fait que le titre ne se paye que 5 fois son résultat d'exploitation !
- ✗ Le châssis est le même que pour les fourgons utilitaires à moteur diesel. Pour pouvoir les passer en électrique, il faudra changer la norme européenne et passer le PTAC de 3,5 tonnes à 4,2 qui est la norme allemande. Les industriels y travaillent, mais l'autonomie des batteries semble encore faible pour une mise en application rapide.

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. Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.

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	S1 2023	2022	2021	2020	2019	2018
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	+13,15 % (+14,07 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+6,80 % (+1,96 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+1,34 % (+2,62 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	-0,71 % (+3,01 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34 %)	+31,30 % (+45,51 %)	-20,78 % (-6,00 %)
MC Spécial (CAC 40 net)	FR0007036397	Actions	+5,82 % (+16,65 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)	+8,60 % (+29,24 %)	-24,79 % (-8,88 %)

Note : performances au 30 juin 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Malgré la crise bancaire du mois de mars, le premier semestre de l'année 2023 a été marqué par un net rebond des marchés financiers sur fond d'accalmie de l'inflation, de discours plus accommodants de la part des banques centrales, ainsi que de messages rassurants des entreprises sur la conjoncture économique.

Le **marché obligataire** enregistre un léger rebond sur le trimestre du fait de la légère baisse des taux longs, en particulier durant le mois de mars, conséquence directe des difficultés du secteur bancaire, et du ton plus complaisant des banques centrales quant au calendrier de hausses des taux directeurs. Les taux allemands et français à 10 ans se replient légèrement, ce qui bénéficie aux valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

Dans la lignée de la fin de l'année 2022, les **marchés actions** ont continué leur rebond sur les valeurs les plus cycliques, notamment du secteur technologique, qui avait beaucoup souffert en 2022. Ce regain de vigueur s'explique par le ralentissement progressif de l'inflation (notamment sur l'énergie), la détente des chaînes logistiques et surtout un discours rassurant des entreprises quant à la résilience de la demande et de l'économie plus généralement.

Le **marché des changes** a été relativement mitigé sur le trimestre, marqué par la poursuite de l'affaiblissement léger du dollar US face à l'euro, mais surtout par un repli significatif du yen du fait de la politique monétaire toujours ultra-accommodante de la Banque du Japon. La lire turque poursuit également son effondrement. A *contrario*, la livre sterling et le franc suisse sont restés relativement stables, et le réal brésilien rebondit légèrement.

Les **matières premières** restent le sujet le plus brûlant, tant leur volatilité a été importante durant l'année 2022. La plupart des matières industrielles (fer, aluminium, nickel...) ont marqué une détente sur le premier semestre 2023. De même, les prix du gaz, du pétrole et de l'électricité, qui avaient flambé à la suite des sanctions occidentales contre la Russie, poursuivent leur mouvement de normalisation. Enfin, l'or, valeur refuge par excellence, recule légèrement.

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 pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.