



## Profitez du rebond des petites valeurs

venue au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, a créé des opportunités. Les gérants de fonds dédiés au Nouveau et au Second Marchés privilégient dans leur grande majorité une approche dite de *stock picking* (choix des valeurs en fonction de leurs atouts intrinsèques: qualité du management, perspectives de croissance, solidité financière) au détriment de l'approche sectorielle. Cette stratégie connaît cependant des variantes. Nombreux sont les opérateurs qui se guident par la seule appréciation des perspectives de croissance des sociétés, souvent forgés sous l'influence des thèmes d'investissements en vogue, sans regarder les valorisations de trop près.

### Une telle approche n'a jamais été retenue par Le Revenu et nous paraît dangereuse.

L'exemple des fabricants de composants de fibres optiques, dont les titres ont chuté en moyenne de 95% en un an et demi, est une bonne illustration des excès que certains investisseurs peuvent être amenés à commettre, grisés par de chimériques perspectives de profits. Si l'examen attentif des valorisations constitue un garde-fou indispensable contre de telles mésaventures, il ne saurait suffire. «Investir dans les petites capitalisations est par essence plus risqué que miser sur les *Blue Chips*. En cas d'accident, la faible liquidité peut rendre difficile la vente des titres. C'est pourquoi il faut s'attacher à évaluer la pérennité à long terme de la société en mesurant le niveau du *cash-flow*», estime un analyste d'une société de Bourse. L'euro-péanisation de la gestion des petites valeurs a accentué la liquidité exigée par les investisseurs. Le seuil des 100 millions d'euros de

AVIS D'EXPERT **JOËLLE MORLET-SELMER**, RESPONSABLE DE GESTION VALEURS MOYENNES CHEZ AXA IM

## «Le rattrapage n'est pas achevé»

**Le Revenu:** Comment interprétez-vous le regain d'intérêt qui se manifeste actuellement pour les petites valeurs de la cote?

**Joëlle Morlet-Selmer:** Il faut d'abord rappeler qu'en raison de l'avènement de l'euro et de l'engouement pour les valeurs de télécommunications, les petites capitalisations avaient notoirement sous-performé le reste de la cote à la fin des années quatre-vingt-dix. Le retour des capitaux sur ce type de valeur est donc avant tout un rattrapage. Pour autant, la tendance risque de se poursuivre. Les valeurs de croissance sont fortement représentées au sein des petites capitalisations, or ce segment sera probablement privilégié par les investisseurs dans un contexte de reprise économique et de remontée des taux d'intérêt.

**Le Revenu:** Les grandes valeurs de croissance ne sont-elles pas pourtant guère plébiscitées...

**Joëlle Morlet-Selmer:** De par leur taille, les petites struc-

tures possèdent davantage de potentiel de développement que les grandes sociétés. Elles sont par ailleurs moins vulnérables que leurs aînées à la dégradation de la croissance mondiale, et ce pour une valorisation moins élevée. Nous observons que nombre de grandes sociétés, y compris du CAC 40, sont incapables de fournir des indications précises sur leurs perspectives, ne serait-ce qu'à court terme. Sans être optimale, la visibilité des petites valeurs est plus satisfaisante.

**Le Revenu:** Quels sont les principaux critères que vous retenir pour le choix des valeurs?

**Joëlle Morlet-Selmer:** Compte tenu de la taille de mon fonds - 280 millions d'euros - je n'investis pour ma part que sur des entreprises dont la capitalisation boursière est au moins égale à 100 millions d'euros. Je recherche avant tout de belles histoires de croissance, c'est-à-dire des sociétés au management

solide, dont les perspectives de développement interne peuvent être complétées, le cas échéant, par des acquisitions.

C'est le cas par exemple de Medidap et de Marionnaud Parfumeries.

**Le Revenu:** Quels thèmes d'investissements jouez-vous actuellement?

**Joëlle Morlet-Selmer:** Porté par le vieillissement de la population, le marché de la dépendance conserve encore un fort potentiel à long terme. Je m'intéresse également à l'externalisation des services.

À valorisation égale, je privilégie les groupes de conseil en hautes technologies aux sociétés de services informatiques, plus cycliques.

PROPOS RECUEILLIS PAR A. V.



## Des numéros un mondiaux sur les Second et Nouveau Marchés

Nul besoin d'aller sur le CAC 40 pour trouver des numéros un. Les Second et Nouveau Marchés recèlent aussi de nombreuses petites sociétés disposant dans le monde de fortes parts de marché. À citer par exemple, Vilmorin Clause, dans les semences potagères, Manitou, dans les chariots élévateurs, ou encore le groupe Bénéteau, dans l'industrie nautique. Placées sur des marchés de niches qu'elles exploitent et maîtrisent, ces sociétés font bien sûr moins parler d'elles que les grandes vedettes de la cote. Certaines sont même très peu suivies par les analystes. C'est le cas de la société Mecatherm, qui se place pourtant en position de leader mondial sur le marché des équipements pour les métiers de la boulangerie. Ce quasi-anonymat dans lequel les petites valeurs évoluent offre ainsi de nombreuses opportunités d'investissement pour les gérants adeptes du «*stock picking*» à la recherche de la perle rare.

### SÉLECTION 20 petites sociétés leaders

Société	Secteur	CA 2001 <sup>(1)</sup>
Bénéteau	Industrie nautique	570
Boiron	Homéopathie	181
Chargeurs	Laine	1230
Cie des Alpes	Remontées mécaniques	221
Faiveley	Matériel ferroviaire	243
Faros	Logiciels de simulation de vol	20
Ilog	Logiciels de visualisation	88,2
Lectra Systèmes	CFAO pour l'industrie textile	48,7
Manitou	Chariots élévateurs	770,8
Mecatherm	Équipements de boulangerie	73
Penauille Poly.	Services aéroportuaires	265
Qualiflow	Équipements semi-conducteurs	19,3
Rodriguez	Industrie nautique de luxe	1104
Riber	Équipements semi-conducteurs	34
Sabaté Diosos	Tonnellerie et bouchons	231,7
Skis Rossignol	Matériel de sports d'hiver	473,1
Soitec	Silicium sur isolant	43,3
Stedim	Poches en plastique pour biotech.	39,1
Synelec	Systèmes d'affichage	44,1
Vilmorin	Semences potagères	424

(1) Chiffre d'affaires en millions d'euros.

capitalisation boursière est devenu une norme en dessous de laquelle les opérateurs se font rares et les analyses épisodiques. À moins de 20 millions d'euros, les acteurs professionnels se font presque inexistantes.

**La sélection du Revenu de valeurs petites et moyennes** (lire page 47), aujourd'hui mise à plat après deux années d'excès et remodelée pour maximiser vos chances de réussite, tient compte de ces contraintes. Les sociétés choisies le sont pour leurs solides perspectives de croissance. Ce sont des entreprises aux produits et services innovants, dont les dirigeants ont montré leur fiabilité. Nous les avons triées sur le volet au travers de critères de valorisations rigoureux (PER, PEG, valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, comparaison sectorielle, etc.), sans omettre de passer au crible la structure financière de l'entreprise. Notre leitmotiv en quelques mots: la croissance à un prix raisonnable.

ASYMERIC VAL AVEC NATHALIE PAUL



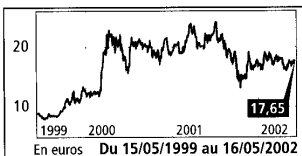
## Notre sélection de valeurs moyennes

La nouvelle donne pour les *small caps* nous amène à remanier en profondeur notre sélection de valeurs petites et moyennes. Notre nouvelle liste de valeurs présentées ci-dessous est axée sur des valeurs de croissance faiblement valorisées au regard du rythme de progression de leurs bénéfices attendus. L'ensemble des valeurs présentées possède ainsi un Price Earning Growth (PER, ou rapport cours/bénéfice net par action, divisé par le taux de croissance du bénéfice net attendu) inférieur à 1. Cela signifie que le taux de progression des bénéfices est supérieur au PER affiché. Un titre est considéré correctement valorisé quand son PEG est proche de 1. Il est très fréquemment supérieur à cette limite dans le cas des plus grandes valeurs. De même, si les sociétés représentées sont toutes des entreprises en croissance, elles ne capitalisent jamais plus de 23 fois les estimations de bénéfice net pour l'exercice 2002. Seuls les PER d'April Group et Stedim, dont la progression historique des résultats est supérieure à 25% par an, dépassent légèrement ce seuil, ce qui nous semble justifié dans les deux cas.

### SM-3868 / APRIL GROUP ASSURANCE

**Descriptif.** Fondé en 1988, le groupe dirigé par Bruno Rousset parvient à rivaliser de dynamisme avec les grandes compagnies d'assurances. Son secret: une spécialisation sur deux niches, la santé et la prévoyance, jusqu'ici négligées par les grands acteurs de l'assurance. La société tire aussi

profit d'un mode de commercialisation fondé sur la distribution indirecte, au moyen de courtiers et d'agents généraux (75% de ses ventes) et sur des circuits plus originaux (Internet, grande distribution, etc.). April Group a ainsi connu dans le passé une croissance moyenne de ses ventes de 35% par an. Sa marge nette atteint 12%.



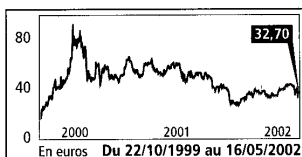
CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>	
203,1	25,3	23,1	+3,1%	+99%	0,77

**NOTRE CONSEIL** Le rythme de progression des profits devrait rester supérieur à 25% en 2002. Achetez pour le moyen terme.

### NM-7414 / BRIME TECH. CONSEIL EN TECHNOLOGIES

**Descriptif.** Imitant le modèle de développement qui a fait le succès d'Altran Technologies, le groupe de conseil est parvenu à se hisser en l'espace de trois ans dans le quatuor de tête du métier en France. Brime Technologies a multiplié les acquisitions depuis son introduction en

Bourse, en 1999. Une boulimie qui n'a pas empêché la société d'améliorer ses performances, à commencer par sa marge nette, de 7,7% en 2001. Le groupe conserve malgré tout une faible valorisation par rapport à ses concurrents, dont les capitalisations représentent en moyenne 25 fois le résultat net attendu en 2002.



CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>	
119,7	9,2	16,8	-2,8%	+139%	0,67

**NOTRE CONSEIL** Avec une faible valorisation, le titre présente un potentiel supérieur à celui de ses concurrents. Achetez vers 31 euros.

### NM-7578 / GAUDIROT SERVICES EN ENVIRONNEMENT

**Descriptif.** Évoluant sur un marché très atomisé, le groupe de services et de conseils en environnement se situe aujourd'hui dans un contexte très favorable, marqué par le désengagement des grands groupes du secteur de l'ingénierie publique. Depuis son introduction en Bourse (mai 2000),

Gaudirot s'est d'ailleurs érigé en pôle de consolidation du secteur. Renforçant dans un premier temps son offre et son réseau en France, le groupe a racheté en 2001 la société portugaise Hidroprojecto, première étape de son implantation européenne. En 2002, il vise un chiffre d'affaires minimum de 72 millions d'euros.



CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>	
51,8	3,5	15,1	+35%	+121%	0,60

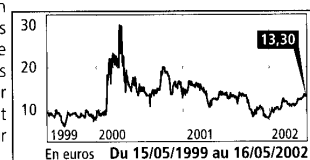
**NOTRE CONSEIL** Le groupe doit encore prouver sa capacité à intégrer les sociétés rachetées, mais sa valorisation est faible. Achetez vers 40 euros.

### NM-6297 / ADL PARTNER MARKETING DE FIDÉLISATION



**Descriptif.** Filiale de France Abonnements, ADL Partner commercialise et gère des abonnements de presse périodique à durée libre pour les grands comptes. L'offre du groupe constitue un outil de fidélisation pour ses partenaires. Fort d'une base d'abonnés de plus de 800 000 clients dans

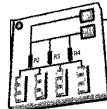
l'Hexagone, le groupe axe désormais son développement à l'international. Après une implantation en Allemagne, le groupe a conclu l'an dernier des accords avec des partenaires et envisage de se développer dans les pays d'Europe du Sud. Il réfléchit également à déclinier son concept pour d'autres produits.



CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>	
31,1	2,2	12	+30,7%	+55%	0,48

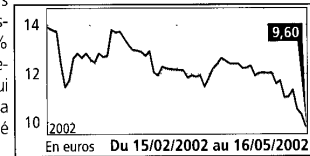
**NOTRE CONSEIL** Les investissements pour développer les filiales pèsent sur la rentabilité, mais devraient porter leurs fruits à terme. Achetez.

### SM-18247 / ARCHOS ÉLECTRONIQUE GRAND PUBLIC



**Descriptif.** Le développement du concepteur d'appareils électroniques portables (disques durs, lecteurs MP3...) s'accélère. Conformément aux prévisions annoncées lors de son introduction en Bourse (effectuée le 15 février), Archos a réalisé un volume d'affaires en hausse de 38% au

titre de l'exercice 2001. L'année en cours démarre également sous de bons auspices: les ventes, réalisées à plus de 90% hors de France, ont bondi de 60% au premier trimestre de l'exercice. Un succès qui repose sur la capacité d'innovation de la société, dont un tiers des effectifs est dédié à la recherche et au développement.



CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>
39,6	3,3	10,1	-15,6%	0,25

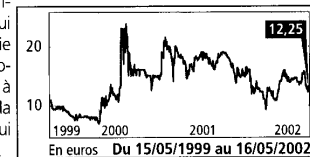
**NOTRE CONSEIL** Le cours actuel est inférieur au prix de la récente introduction. Cela nous paraît injustifié. Achetez à titre spéculatif.

### NM-2223 / CMT MEDICAL IMAGERIE MÉDICALE



**Descriptif.** Cette société israélienne développe des appareils de numérisation d'images médicales. Elle récolte désormais les fruits des investissements en recherche et développement réalisés ces dernières années. CMT Medical connaît une forte accélération de sa croissance (ses ventes

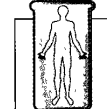
ont ainsi bondi de 75% au dernier trimestre de l'exercice 2001), tendance qui devrait être étayée, en 2002, par la sortie en septembre prochain d'un nouveau produit à fort potentiel: un ophtalmoscope à haute définition destiné à visualiser la rétine. La rentabilité opérationnelle, qui atteint 31%, pourrait encore s'améliorer.



CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>	
20,3	4,3	7,6	+7,3%	+13%	0,38

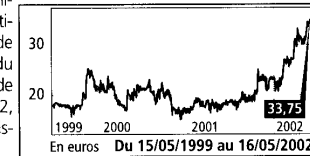
**NOTRE CONSEIL** Le groupe israélien tient ses promesses de croissance. Mettez à profit le récent repli pour mettre en portefeuille (non PEA).

### SM-3252 / GUERBET IMAGERIE MÉDICALE



**Descriptif.** Bénéficiant de son implantation internationale et du succès de sa gamme de produits de contraste utilisés en imagerie médicale, le groupe est né de la découverte en 1901 du premier liquide opaque de contraste (le lipiodiol). Il a réalisé une excellente année 2001. Ses ventes se

sont ainsi accrues de 5,5%, à 208,9 millions d'euros. Surtout, la meilleure répartition par produit (montée en puissance de Xenetix) a permis un bond de 24% du résultat d'exploitation. Guerbet prévoit de rééditer cette performance en 2002, tablant sur un nouvel exercice de croissance et d'amélioration de ses marges.



CA <sup>(1)</sup>	Résultat net <sup>(2)</sup>	PER <sup>(3)</sup>	Variation <sup>(4)</sup>	PEG <sup>(5)</sup>	
208,9	6	12,3	+55%	+93%	0,49

**NOTRE CONSEIL** Pour jouer la poursuite du redressement et le potentiel de croissance à moyen terme. Achetez dans les cours actuels.

(1) Chiffre d'affaires en millions d'euros. (2) En millions d'euros. (3) PER: cours/bénéfice net par action estimé 2002. (4) Cours de Bourse depuis le début 2002 et sur trois ans. (5) PEG: Price Earning Growth, PER 2002/croissance du bénéfice net par action attendu en 2002. (6) Variation depuis l'introduction.