



L'énigme des petites valeurs... ou des grandes ?

18 mars 2024

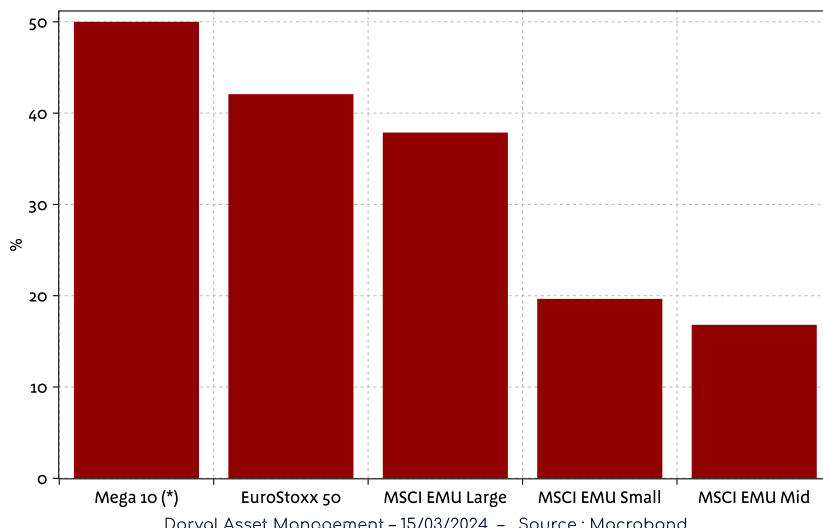
Chers clients, chers partenaires,

La sous-performance des petites valeurs européennes par rapport aux indices fait couler beaucoup d'encre. Est-ce un effet d'optique ou un vrai problème ?

Depuis le début de la reprise boursière, c'est-à-dire depuis le point bas de novembre 2022, l'univers des petites valeurs européennes semble – nous dit-on – à la traîne du reste du marché. A y regarder de plus près (graphique 1), cette impression est en partie trompeuse. Les moyennes capitalisations (7 mds€ de capitalisation moyenne) ont en effet enregistré les mêmes performances que les petites (1 md€ de capitalisation moyenne). Ce que nous observons est donc plus un phénomène boursier pour l'instant favorable aux grandes valeurs en général, et particulièrement favorable à quelques « titans ».

Performances des actions de la zone euro depuis novembre 2022, par clusters de taille

Performances 'net return' ; (*) 'Mega 10' = 10 plus grosses valeurs au 1er nov. 2022



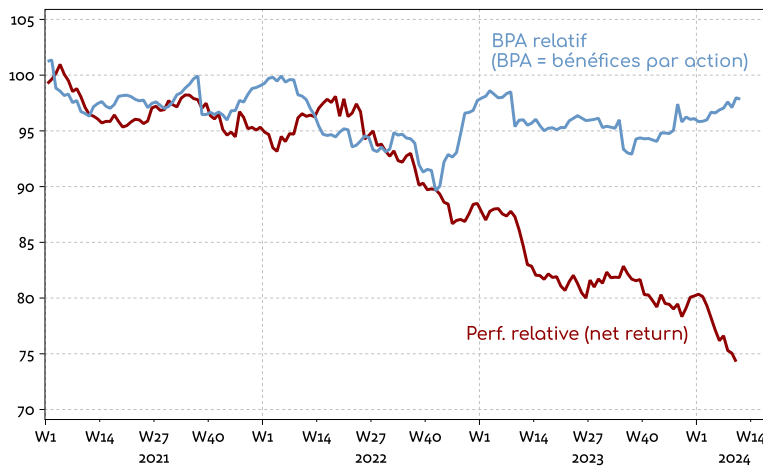
En affinant l'analyse, nous constatons que cet effet « grandes valeurs » n'est pas principalement dû à des différences de compositions sectorielles entre les indices. Selon les calculs fournis par Bloomberg, depuis le premier novembre 2022, les 22% de surperformance de l'Euro Stoxx 50 par rapport au MSCI EMU Small Cap ne s'expliquent que pour 6% par les divergences sectorielles.

Une première piste possible d'explication est bien entendu celle des profits. Et si les grandes valeurs surperforment les petites tout simplement parce que leurs profits



montaient plus vite ? Et bien non, car en termes de bénéfices par action (BPA), les petites et moyennes valeurs sont loin d'avoir démerité. Leurs BPA ont en effet grimpé au même rythme que celui des sociétés de l'Euro Stoxx 50 au cours des dernières années, en contraste frappant avec les performances boursières relatives (graphique 2). Ce résultat est contraire à l'idée souvent émise que les profits des petites valeurs souffrent plus que ceux des grandes en raison du poids plus important de l'Europe dans leur chiffre d'affaires.

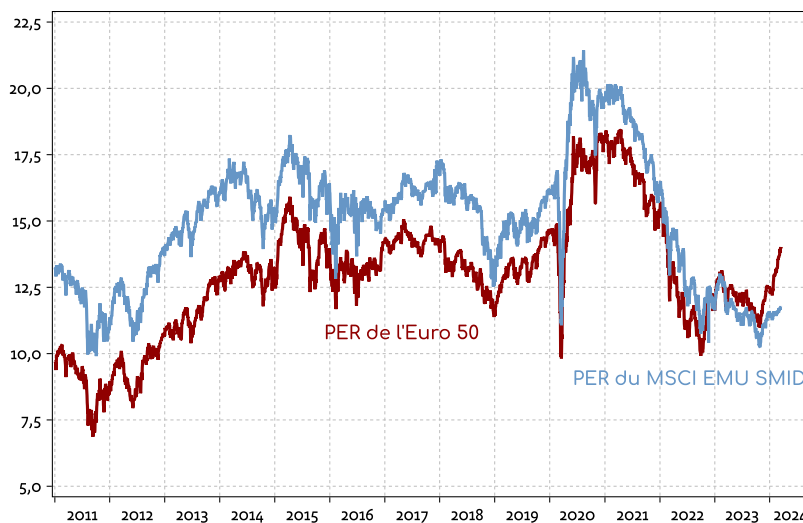
La divergence
entre performance boursière et bénéficiaire
MSCI EMU SMID vs Euro Stoxx 50



Dorval Asset Management - 15/03/2024 - Source : Macrobond

Le résultat mathématique de cette divergence entre performance économique et boursière, c'est le déclassement en termes de valorisation (graphique 3). Non seulement le PER des petites et moyennes valeurs passe pour la première fois nettement en dessous de celui des très grandes, mais leur PER absolu se situe au même niveau qu'au cours de la crise existentielle de l'euro de 2011-2012. Un tel niveau de déclassement semble difficile à justifier. A ce niveau, l'univers des SMID européennes nous semble donc très attractif.

Les SMID européennes aussi bon marché
que pendant la crise de l'Euro de 2011-2012

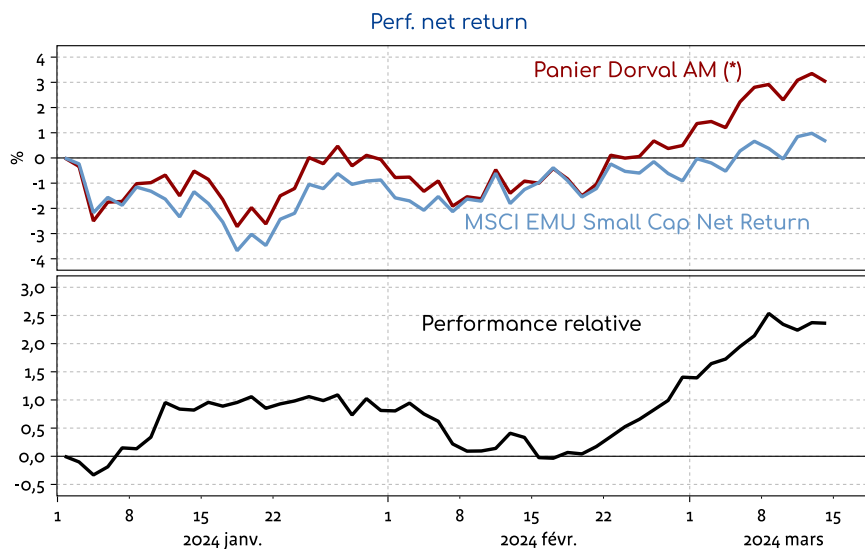


Dorval Asset Management - 15/03/2024 - Source : Macrobond



Dans nos fonds flexibles européens, nous maintenons une exposition significative de 8,5% sur les petites valeurs de la zone euro. Cette exposition s'exprime au travers d'un panier équilibré de 50 petites valeurs auxquelles nous avons appliqué des filtres de liquidité, de solidité financière et de croissance bénéficiaire, et qui se distinguent par leur note de gouvernance. Ce panier surperforme pour l'instant l'indice MSCI EMU Small Cap (graphique 4).

Sélection Dorval AM de 50 petites valeurs vs MSCI EMU Small



Dorval Asset Management - 15/03/2024 - Source : Macrobond
(*) Panier de 50 valeurs sélectionnées sur des critères de liquidité, de solidité et de gouvernance

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Convictions** : le taux d'exposition actions est de 63%.
- **Dorval Convictions PEA** : le taux d'exposition actions est de 67%.
- **Dorval Global Conservative (ex-Dorval Global Convictions Patrimoine)** : 25% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 17%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Anti-fragiles 3%, Panier tactique 0,5% (tracker MSCI EMU ESG), couverture en options S&P 500 : -1%. Sensibilité aux taux 1.0 dont US 0.4 et Europe 0.6 (BTP, OAT et Schatz). Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation (ex-Dorval Global Convictions)** : 49% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 35%, Reprise industrielle globale 4%, New Capex 4%, Antifragiles 4%, Panier tactique 3% (tracker MSCI EMU ESG), couverture en options S&P 500 : -2%. Sensibilité aux taux 1.2 dont US 0.4 et Europe 0.9 (BTP, OAT, Schatz). Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 70%, Reprise industrielle globale 9%, New Capex 9%, Anti-fragiles 9%.



Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.924 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08

1 rue de Gramont, 75002 Paris - T : +33 1 44 69 90 44 - F : +33 1 42 94 18 37

www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.