

## MICROCAPS : UN POTENTIEL DE PERFORMANCE ENCORE SOUS ESTIMÉ

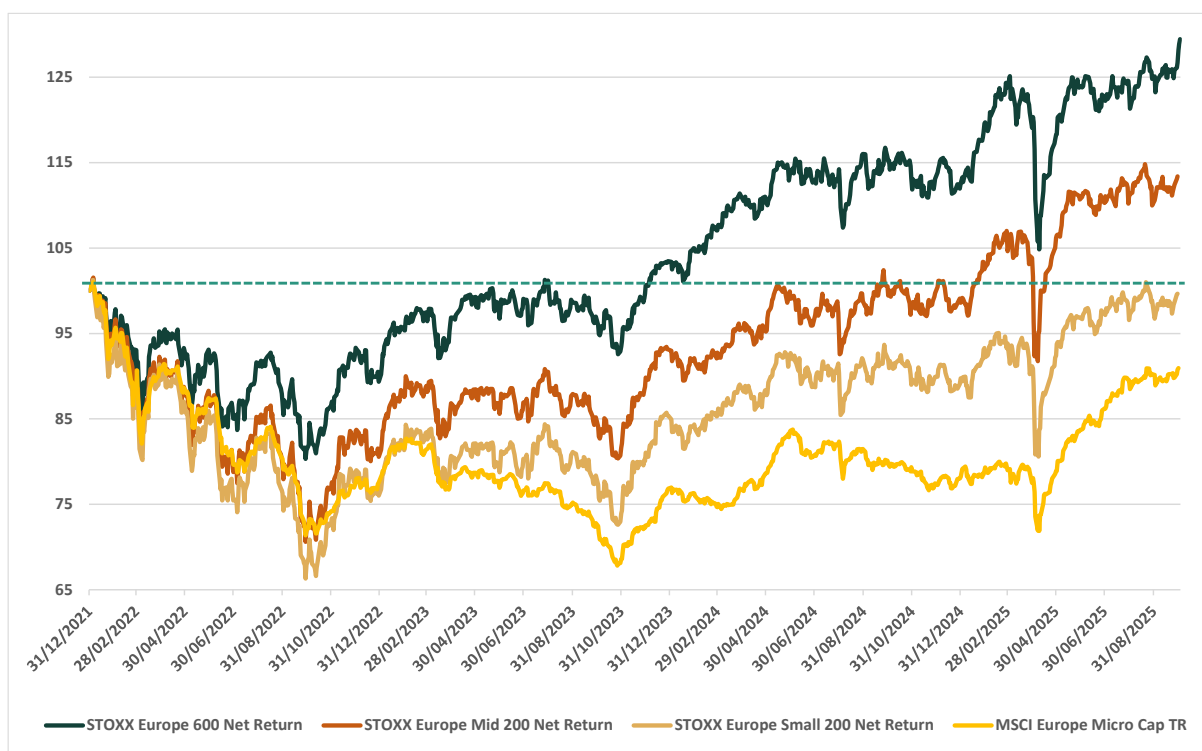
Sur les marchés européens, les petites et micro-capitalisations semblent réveiller la curiosité des investisseurs après une période de désintérêt marquée depuis 2022. Tout investisseur souhaitant une exposition aux marchés actions européennes pour les années à venir peut considérer sérieusement ce segment de la cote pour les raisons suivantes :

### 1) Une exposition principalement domestique

Dans ce contexte d'incertitudes sur les tarifs douaniers, privilégier les micro/small qui évoluent pour la plupart sur des marchés nichés ou domestiques, fait sens. Les larges caps européennes font en effet 37% de leur chiffre d'affaires sur l'Europe. Les small caps européennes sont quant à elles à 66% de leur activité sur le continent. Nous estimons ce niveau à 70% pour le fonds Gay-Lussac Microcaps Europe. L'incertitude est déjà moindre en relatif des larges caps sur ce sujet. Un phénomène que nous avons constaté lors des révisions de BPA chez plusieurs brokers en 2025 où la résilience a été nettement plus marquée sur le segment des petites capitalisations.

### 2) Un marché encore délaissé, dernier segment à ne pas avoir rebondi au-delà des niveaux de 2021.

Depuis la chute de marché enregistrée en 2022 sur fond d'inflation, politiques monétaires des banques centrales restrictives et fort ralentissement économique, les larges-caps ont atteint des records, les mid-caps ont nettement dépassé le plus haut de 2021 tandis que les micro-caps restent encore bien en retard. Pour autant les fondamentaux n'ont pas à rougir, que ce soit sur les marges ou encore le potentiel de croissance. Nous espérons à présent plusieurs semestres de surperformance dans ce meilleur contexte macroéconomique.



(Données : Bloomberg)

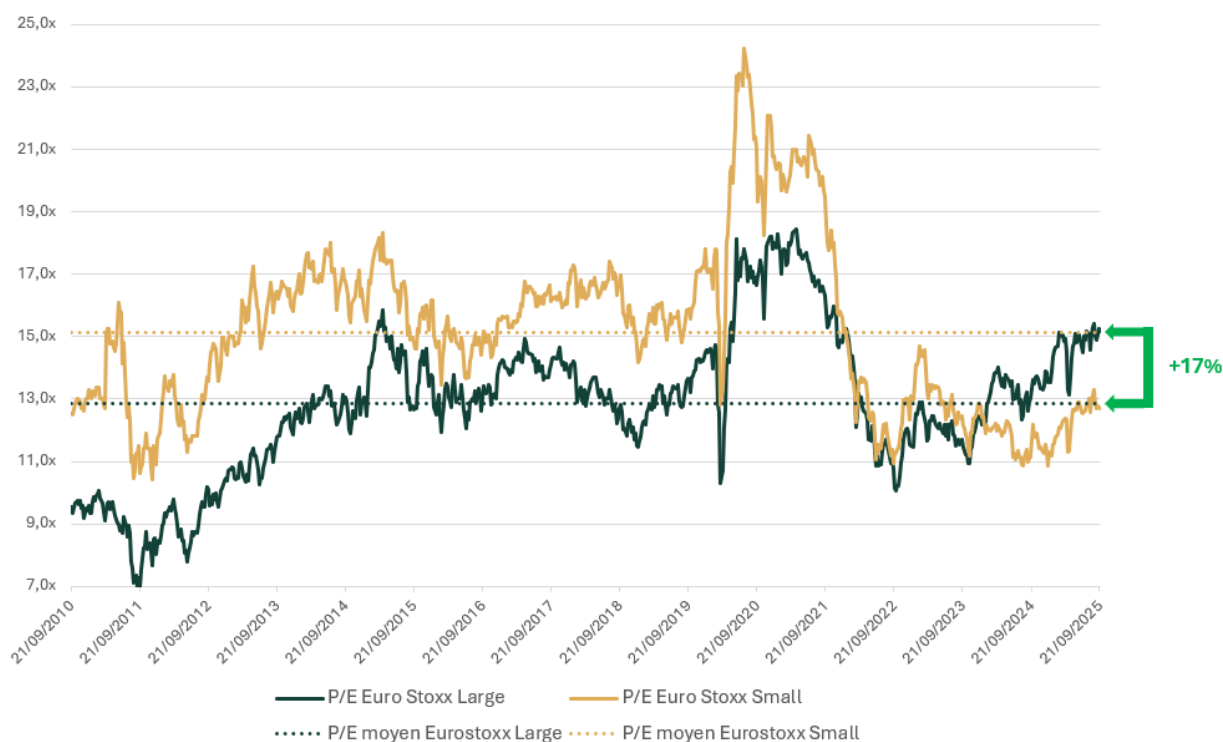
### 3) Des valorisations historiquement faibles

Que ce soit en historique ou en relatif du Private Equity, les valorisations sur les small/micro sont sur des records de faiblesse. L'Eurostoxx Small est valorisé autour de 7x EBITDA 2025<sup>e</sup>. En parallèle, l'Argos Index qui regroupe les valorisations des transactions sur le marché du Private Equity en zone Euro pour le segment des « SMEs » indique un niveau supérieur à 9x EBITDA. Une nette décote donc pour un marché offrant pourtant une bien meilleure liquidité.

Le constat est similaire sur la décote de valorisation du P/E en relatif des larges caps. Nous observons aujourd'hui une double décote :

- En relatif du multiple historique.
- En relatif des larges caps.

Pour revenir en ligne avec le multiple historique P/E le potentiel de hausse serait de +17%. Pour revenir en ligne avec la prime historique des small sur les larges, le potentiel d'appréciation atteindrait +35%.

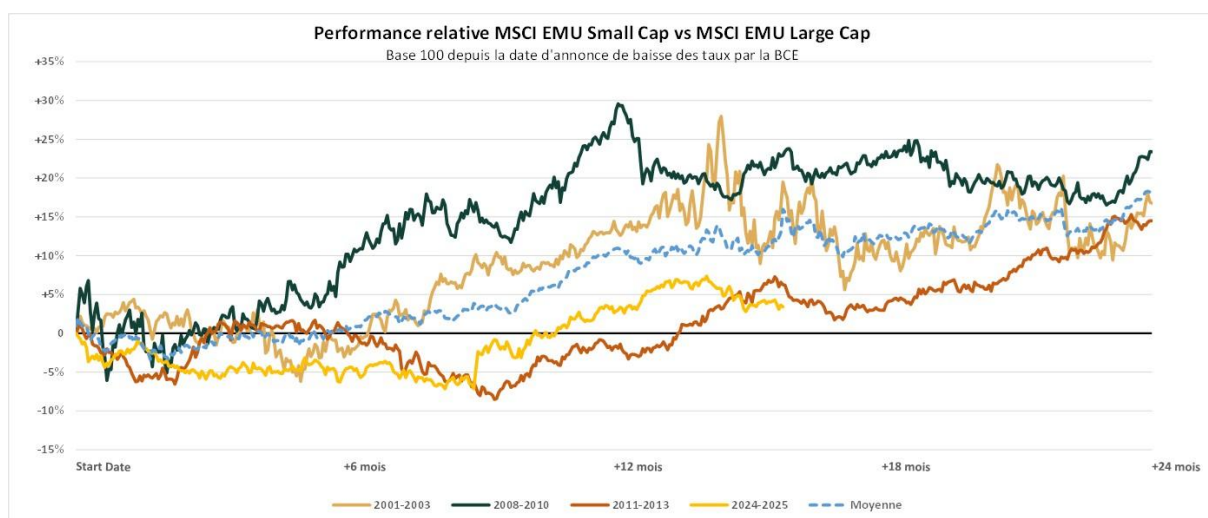


(Données : Bloomberg)

#### **4) Une conjoncture de baisse de taux historiquement favorable à la surperformance des small caps.**

Ce contexte de baisse de taux que nous connaissons depuis juin 2024 en Europe est un moteur favorable de surperformance.

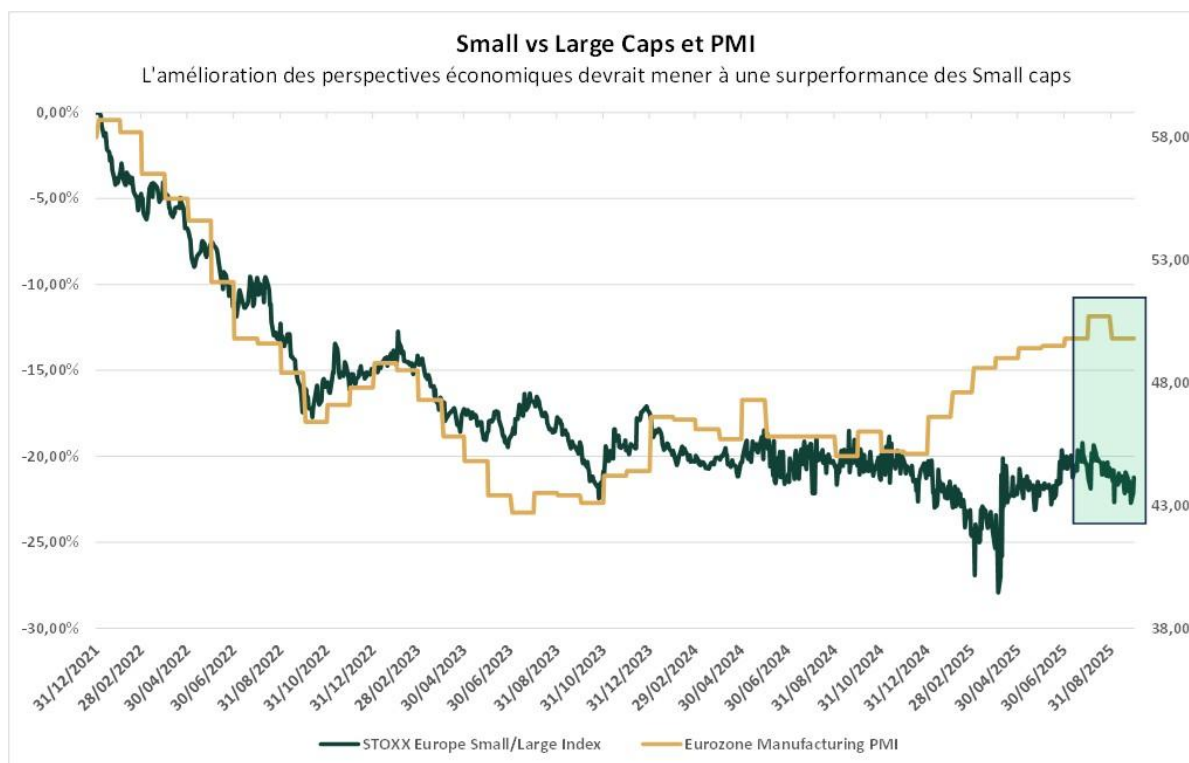
Sur les 25 dernières années, la surperformance moyenne des small en relatif des larges après l'annonce d'une baisse de taux a été de presque +20% sous 2 ans.



(Données : Bloomberg)

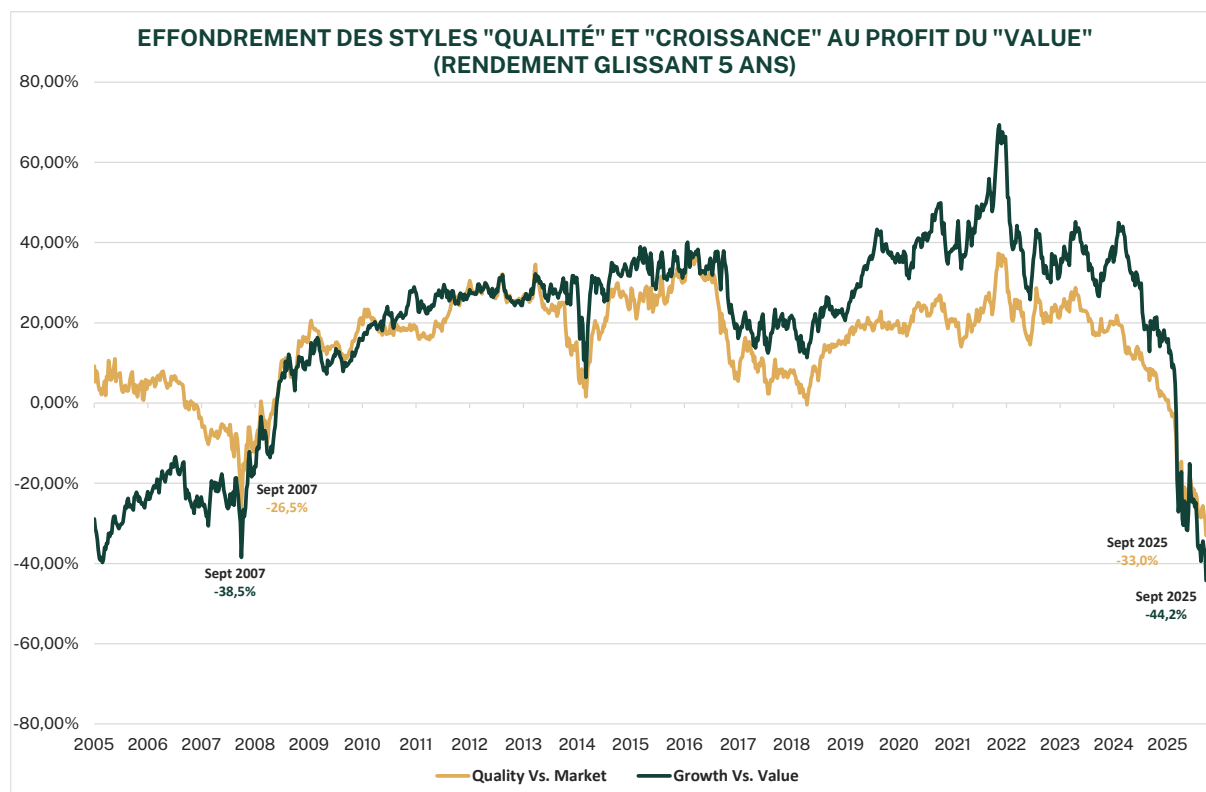
### 5) Un point d'inflexion sur les PMI en zone Euro

Après un point bas en 2023 et une relative stagnation sur 2024, les PMI de la zone Euro marquent une reprise graduelle depuis fin 2024. Un constat assimilé par le marché qui intègre une amélioration des PMI au regard de la surperformance ces derniers mois des valeurs cycliques sur défensives et des valeurs domestiques. Ce phénomène qui trouve sa source avec le regain de souveraineté et les plans de relance autour de la défense, l'infrastructure et l'Allemagne devrait se concrétiser trimestre après trimestre. Pour autant, les micro/small restent injustement délaissées où l'indice long Small / short Large price une détérioration des PMI. S'il y a pourtant bien un pan de la cote susceptible de bénéficier de la reprise économique et d'une exposition domestique c'est celui des Small.



(Données : Bloomberg)

Dans ce contexte de reprise en Europe, le marché a premièrement su saluer les entreprises cycliques tournées vers le rebond macroéconomique (construction, défense, matériaux, financières). Les styles de gestion « Value/Cycliques » ont ainsi largement surperformé les approches plus « Qualité/Résilience » au point d'afficher une tension historique entre ces styles comme l'illustre ce graphique.



(Données : MSCI)

Nous estimons qu'une rotation devrait arriver sous peu et qu'un retour à la moyenne se matérialisera donc entre les styles, cela au profit des entreprises de meilleures « qualité », faiblement endettées, au profil plus résilient sur la croissance comme les marges. Une rotation qui devrait bénéficier à la gamme de fonds Microcaps de Gay-Lussac Gestion qui se démarque avec des portefeuilles davantage défensifs, en moyenne en situation de trésorerie nette et avec une bonne résilience opérationnelle.

## 6) Une surperformance structurelle

Les small surperforment structurellement les larges caps. Ce constat est historique. Depuis 1999, la surperformance annualisée est d'environ 190 points de base malgré ces 3-4 dernières années de sous performance.

De nombreuses raisons peuvent justifier ce phénomène :

- Une exposition assez souvent sur des **marchés nichés et innovants** affichant une croissance solide et assez décorréée de l'économie.
- Un meilleur **alignement avec les actionnaires minoritaires**. Les **familles/fondateurs** sont généralement les actionnaires principaux avec une grande partie de leur patrimoine dans la société. Les motivations à créer de la valeur sont optimales. Tout comme la discipline dans la gestion des coûts et l'allocation du capital en relatif des plus grosses capitalisations.

- Une **stabilité managériale** qui s'inscrit sur la durée. La discipline est plus présente que dans une « large-cap » où les directions peuvent évoluer tous les 5 ans tout comme leurs axes stratégiques.
- Une **optionalité supplémentaire sur les OPA**, ce sont les petites sociétés qui se font racheter et non pas les grosses. Cela avec des primes en moyenne de 35%.
- Une **surperformance des groupes familiaux** en moyenne par année depuis 2005 de 200 points de base selon une étude UBS. Plus de 70% des lignes de notre fonds Gay-Lussac Microcaps Europe sont détenues par les familles/fondateurs.



(Données : Bloomberg)

### **Conclusion : une fenêtre à exploiter**

La sous-performance ces derniers temps des Microcaps ne traduit pas une dégradation de leurs fondamentaux, mais bien un décalage temporaire de valorisation.

Dans un contexte de baisse des taux et de redynamisation de la croissance européenne, les investisseurs disposant d'un horizon de moyen à long terme pourraient trouver dans ce segment un couple rendement/risque particulièrement attractif vis-à-vis du reste des marchés.

Pour finir, nous rappelons que les Microcaps demeurent le terrain privilégié des valeurs de demain, et pour ceux qui savent les identifier, une source de performance notable.

*Équipe de Gestion, Gay-Lussac Gestion.*

| Gay-Lussac Microcaps  | Gay-Lussac Microcaps Europe | Gay-Lussac Microcaps Monde |
|-----------------------|-----------------------------|----------------------------|
| Code ISIN :           | Code ISIN :                 | Code ISIN :                |
| Part A : FR0010544791 | Part A : FR001400QDK8       | Part A : FR0014006U34      |
| Part I : FR0011672757 | Part I : FR001400QDM4       | Part I : FR0014006U42      |
| Part H : FR0013392115 | Part D : FR001400QDL6       |                            |
| Part R : FR0013430550 | Part R : FR001400QDN2       |                            |