

## Point de marché

### Micro capitalisations européennes : les oubliées de la hausse ?

Depuis le début de l'année, l'alignement des planètes (la baisse simultanée de l'Euro contre Dollar, des taux souverains des pays cœur de la zone en € et du pétrole) a conduit à un retour des flux vers les marchés actions européens d'abord déversés sur les grandes capitalisations puis sur les moyennes valeurs. Les micro-capitalisations françaises (moins de 150 millions d'euros de capitalisation boursière) ont de leur côté fait preuve d'une certaine inertie.

Or, fondamentalement, les « Grosses PME ou ETI » cotées, à l'instar des moyennes et grandes capitalisations, peuvent tirer parti de cet environnement exogène favorable à toutes les entreprises européennes. Elles vont également bénéficier de la reprise en cours du crédit bancaire, leur mode de financement principal, tant que l'accès au marché obligataire reste l'apanage des sociétés plus importantes.

De surcroît, ce compartiment de marché, structurellement mal suivi par les analystes et peu liquide malgré la tentative du gouvernement français en 2014 d'inciter les investisseurs particuliers à y investir avec le PEA PME, regorge d'inefficiences de valorisation.

Alors que la volatilité fait son retour sur les marchés financiers, plusieurs titres offrent des opportunités d'investissement intéressantes.

Le secteur des **biotechnologies et des technologies médicales recèle par exemple de pépites mal valorisées**. En effet, depuis la crise financière de 2008, les fonds de capital développement manquent de ressources financières, et beaucoup de sociétés du secteur se sont introduites en bourse par défaut pour financer leurs programmes de recherche clinique. Désormais, certaines sont en phase de développement commercial et se traitent à des niveaux de valorisation sans commune mesure avec leurs comparables cotées sur le Nasdaq.

Retenons par exemple **EOS Imaging** :

- EOS Imaging est une société d'imagerie médicale, qui commerciale des plateformes de radiologie en 3D à faible radiation permettant de réaliser des radios de la colonne vertébrale en position verticale. Les solutions d'EOS sont plébiscitées par les orthopédistes car elles permettent de réaliser des interventions chirurgicales plus précises. Elles sont donc reconnues comme technologiquement supérieures à celles de ses prestigieux concurrents, comme les plateformes de radiologie en 2D et scanners fabriqués par GE, Siemens, Philips et Hitachi, sociétés diversifiées qui délaissent le marché de l'imagerie médicale.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. MYRIA Asset Management ne garantit ni leur exactitude ni leur intégralité, et ne saurait être tenue comme responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

- Pour les cabinets radiologie, investir dans une machine EOS est un investissement rentable : pour 400 000€, contre 500 000€ pour une machine en 2D et 1M€ pour un scanner, le cabinet parvient en moyenne à attirer trois fois plus de patients adressés directement les orthopédistes.
- Autre élément intéressant, le modèle économique d'EOS Imaging est source de revenus récurrents via la vente de logiciel et de consommables. Lorsqu'elle aura atteint son rythme de croisière, EOS devrait réaliser des marges opérationnelles à deux chiffres et disposer d'une base de clientèle captive.
- La société a déjà vendu 100 machines à travers le monde (au 31/12/2014) dans 48 pays où les solutions sont approuvées. 12 000 sites sont identifiés, pour un marché cible évalué à 2.4 MdUSD par la société sans concurrent sérieux à l'heure actuelle. Le CA 2014 de 21.7M€ en croissance de 32% et de 53% au T1 2015 soutenu par le retour des investissements des centres hospitaliers nord-américains, illustre le fort potentiel de la société.
- Par ailleurs, la société continue d'innover avec comme objectif de fabriquer des prothèses sur mesure à base de résine grâce à l'acquisition en 2013, de la société OneFit Medical.
- Sa capitalisation actuelle (94M€) ne représente que 3x le CA attendu en 2015, soit une décote de 25% par rapport aux autres sociétés de technologies médicales en phase de développement commercial. Cette faible valorisation s'explique par la sortie en cours, d'ici à août 2015, d'un fonds de capital investissement à échéance alors que le titre est peu liquide, le volume jour moyen traité avoisinant les 40 000 titres échangés (soit 200 000€).
- Cerise sur le gâteau, il n'est pas exclu qu'EOS connaisse le parcours boursier de certaines autres sociétés du secteur dont la valorisation a explosé une fois leurs solutions découvertes par des groupes pharmaceutiques étrangers, comme Innate Pharma et Collectis, ou par des investisseurs nord-américain, à l'image de de la société DBV technologies désormais cotée sur le Nasdaq.

Dans le secteur de la technologie, des sociétés en transformation sont également en retard de performance. Prenons la société **Rentabiliweb**, historiquement éditeur de sites de rencontres et de voyance et opérateur de solutions de micro paiement qui évolue progressivement vers un « pure player » du paiement en ligne :

- En 3 ans, Rentabiliweb a développé une offre, dénommée « Be2bill », de services de traitement des transactions par Carte Bleue incluant des services de gestion des données personnelles, que les banques n'offrent pas. Cette prestation permet par exemple à un site d'e-commerce d'identifier un internaute en dernière phase d'achat ayant abandonné son paiement et de le relancer par mail, ce qui génère un très fort retour sur investissement et séduit de gros comptes. Fin 2014, la société avait signé un montant cumulé de contrats représentant 2Md€ de flux, d'où un CA embarqué de 20M€ minimum. Compte tenu des perspectives, l'objectif 2017 d'un CA de 75M€ pour 15M€ de résultat opérationnel semble ainsi atteignable.
- Autre élément remarquable, la société n'a pas puisé dans sa trésorerie nette, qui s'élevait à 10M€ à la fin 2014, pour développer cette offre entièrement financée grâce à son activité d'édition de sites Internet, qui génère des liquidités de 15M€ par an.
- Très mal suivie par les analystes sell-side, la société affiche une valeur d'entreprise de 107 M€, soit 3x le résultat opérationnel 2017 attendu.

Parmi les cas d'inefficiences de valorisation, une des plus flagrantes concerne **ADL Partner**.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. MYRIA Asset Management ne garantit ni leur exactitude ni leur intégralité, et ne saurait être tenue comme responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

- Cette société est leader du marché français du commissionnement de presse magazine avec 80% de parts de marché (vente d'abonnements au travers de programme de communication et de fidélisation pour le compte de banques, assureurs et distributeurs alimentaires ...).
- Sur un marché de la presse en déclin, ADL Partner est parvenue à accroître son activité de 4% au 1<sup>er</sup> trimestre 2015 et génère un CA récurrent et des marges solides, les abonnements ayant une durée moyenne de 2 ans.
- La valorisation actuelle du titre, sans tenir compte des liquidités qui vont être reversées aux éditeurs, ne représentent que 52% de la valeur actuelle des abonnements (96.6M€), ce qui représente un ratio cours / bénéfices de 5. Cette sous-valorisation devrait pousser les propriétaires, la famille Vigneron qui détient 71% du capital, à sortir leur société de la cote, l'intérêt pour la société étant faible, avec un flottant étroit pour un coût de listing de 500 000€ par an. Dans cette optique, l'autocontrôle élevé (7.4% du capital) signale bien que la société a déjà commencé à racheter ses titres. Elle devrait poursuivre ses rachats au fil de l'eau, l'Assemblée Générale des actionnaires l'ayant autorisé à racheter 10% du capital d'ici à fin 2016.

Ces trois titres sont des illustrations de sociétés aux perspectives opérationnelles et capitalistiques prometteuses, pourtant mal appréhendées par les investisseurs, comme en regorge la cote française : sur les 225 titres de l'indice CAC Small 90, 150 sont en retard de performance depuis le début de l'année et 53 sont même en baisse. Pourtant, au cours des trois dernières années, les sociétés de l'indice n'ont pas démerité puisque 139 d'entre elles ont affichées une croissance de leur activité en moyenne supérieure à celle du PIB de la zone €.

Dans ce contexte, les micro-capitalisations nous semblent être un axe d'investissement attractif dans une optique de moyen terme. En effet, elles affichent une faible corrélation aux mouvements de marché, hors gros « stress » de liquidité, et les points d'entrée sont aujourd'hui attractifs à l'aune d'un nouveau cycle de croissance économique en Europe.

Achévé de rédiger le 8 juin 2015

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. MYRIA Asset Management ne garantit ni leur exactitude ni leur intégralité, et ne saurait être tenue comme responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.