LONVIA
CAPITAL

NOTE DE SYNTHÈSE

SOCIÉTÉS & MARCHÉ

MARS 2024

LONVIA Capital
9, Avenue de l'Opéra – 75001 Paris
Tel : +33 1 84 79 80 00 / contact@lonvia.com
Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n°GP-200000

LONVIA
CAPITAL

Nous avons le plaisir de vous adresser notre note de synthèse *Bilan 2023 – Perspectives 2024*.
Les éléments développés portent sur :

› La performance du fonds **Lonvia Avenir Mid-Cap Europe** et l'évolution des encours ;
› Les dynamiques observées sur les flux actions ;
› L'analyse des dynamiques opérationnelles et boursières des sociétés ;
› Conclusion et perspectives.

RÉSUMÉ DES POINTS CLÉS POUR UNE LECTURE RAPIDE

› Le choc lié au Covid a donné lieu en 2021 et 2022 à des distorsions économiques et microéconomiques qui se normalisent ;

› Certains facteurs de risque de 2022 présents en 2023 sont en passe de se dissiper ;

› Les publications de résultats du 4ème trimestre 2023 confirment la dynamique et la résilience opérationnelle de nos sociétés ;

› Nos sociétés renouent progressivement avec un profil boursier en adéquation avec leur résilience/qualité opérationnelle ;

› **LONVIA Avenir Mid-Cap Europe** présente, depuis le début de l'année, une performance nette de +1,8% vs. +3,1% pour l'indice de référence (MSCI Europe SMID NR EUR) au 21 mars.

LONVIA Capital
9, Avenue de l'Opéra – 75001 Paris
Tel : +33 1 84 79 80 00 / contact@lonvia.com
Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n°GP-200000

LONVIA CAPITAL

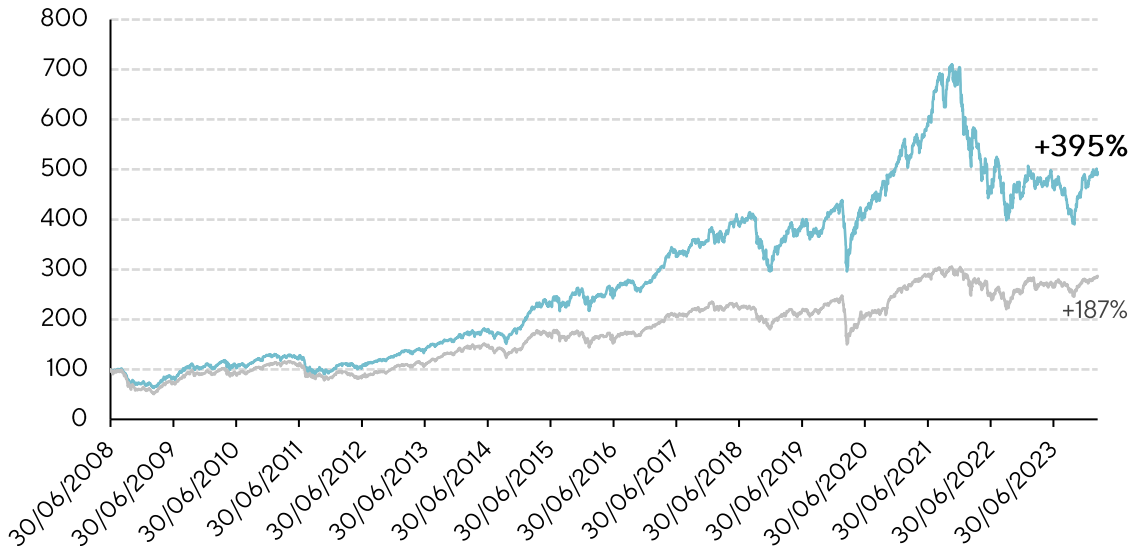
1. ÉVOLUTION DES PERFORMANCES ET ENCOURS DES FONDS

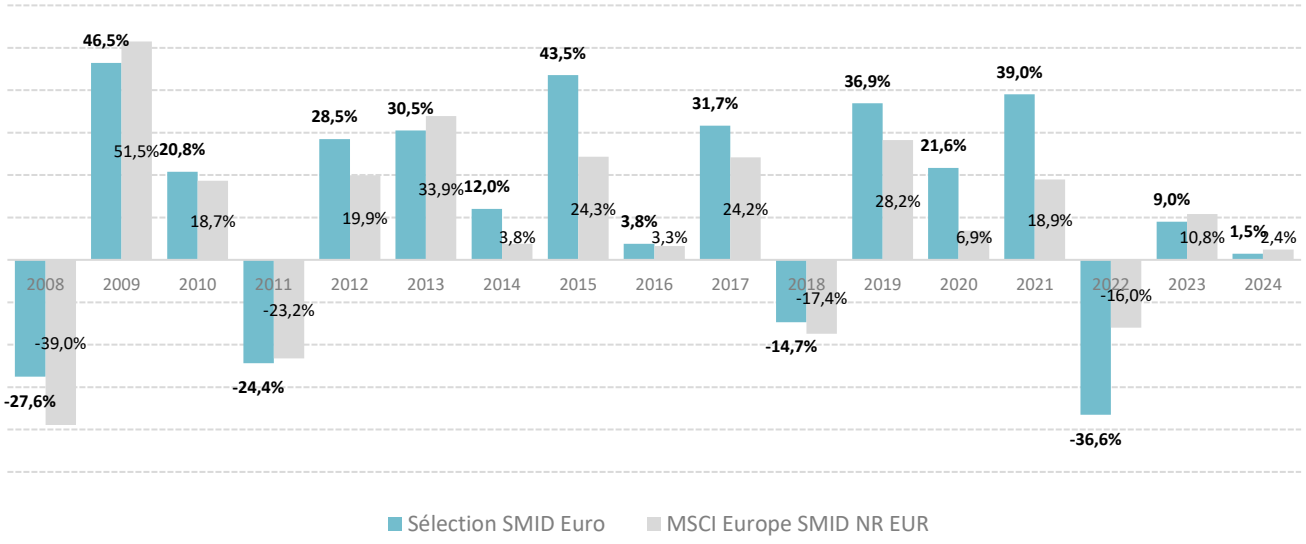
Tableau de synthèse des performances et collecte nette

	2021	2022	2023
LONVIA Avenir Mid-Cap Europe IN	+40,2%	-38,2%	+11,7%
MSCI Europe SMID NR EUR*	+22,5%	-20,7%	+13,5%
Collecte nette globale LONVIA Capital	+200 Mn€	+125 Mn€	-5 Mn €

Source : LONVIA Capital, Bloomberg, les fonds ont été lancés en octobre 2020 avec une première VL le 20/10/2020. L'année 2020 n'étant pas complète, celle-ci n'est pas intégrée au tableau ci-dessus.

Historique de performance SMID Euro : *stratégie d'investissement Small & Mid-Cap zone Euro du 30 juin 2008 au 13 mars 2024 vs. Indice de référence MSCI EMU SMID €*

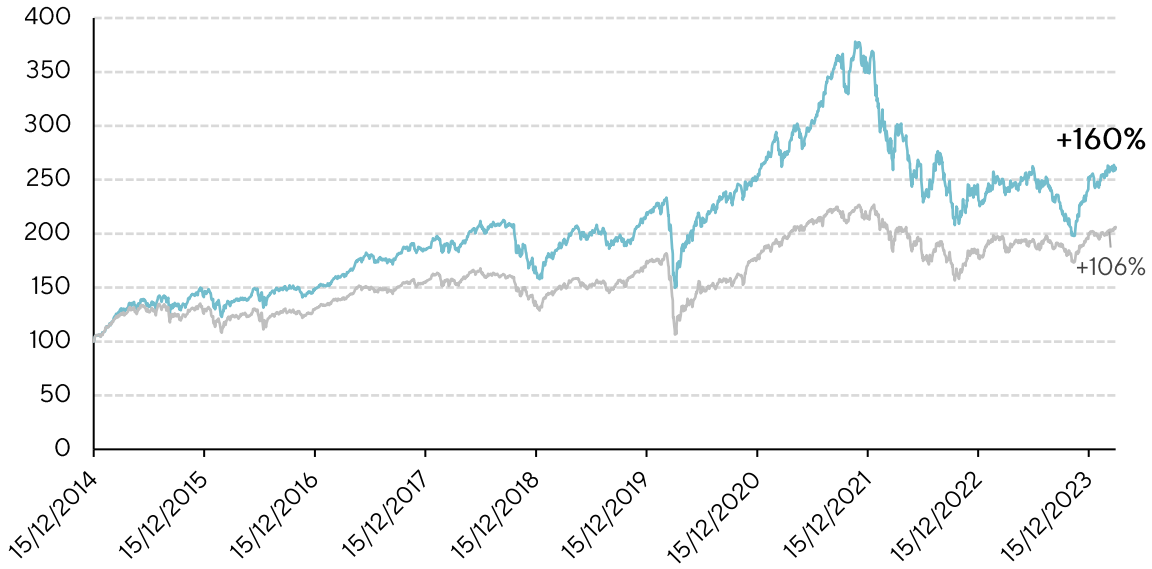


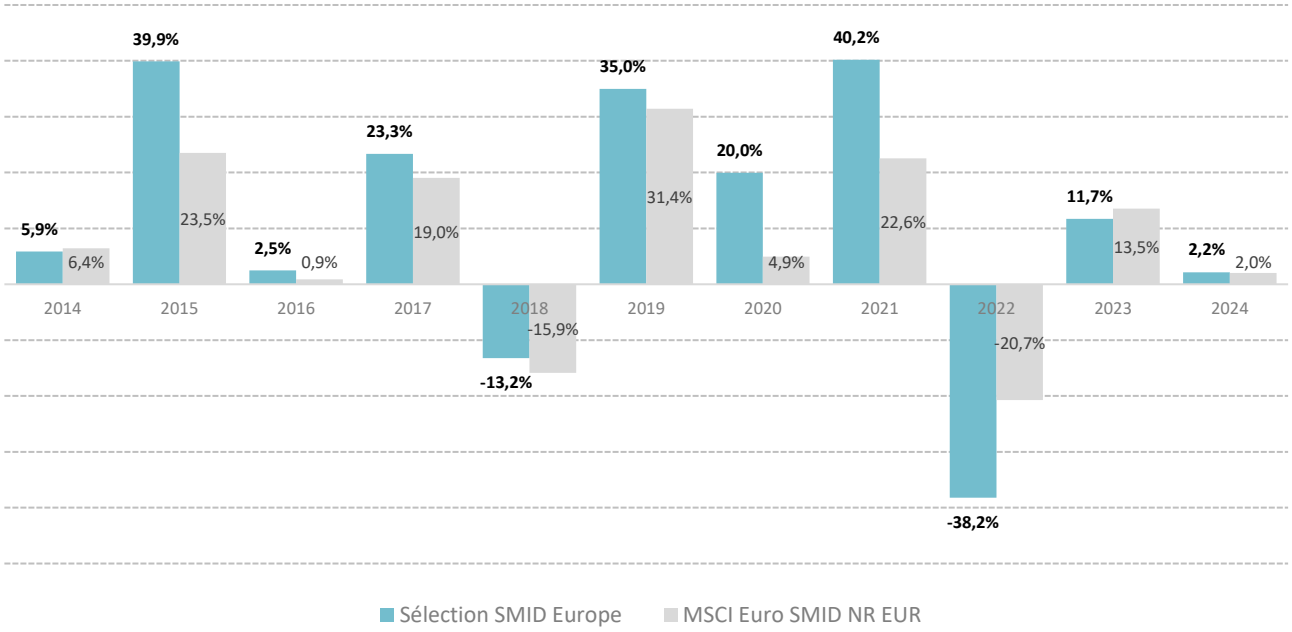


LONVIA Capital
9, Avenue de l'Opéra – 75001 Paris
Tel : +33 1 84 79 80 00 / contact@lonvia.com
Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n°GP-200000

LONVIA
CAPITAL

Historique de performance SMID Europe : *stratégie d'investissement Small & Mid-Cap Europe du 12 décembre 2014 au 13 mars 2024 vs. Indice de référence MSCI SMID Europe €*





LONVIA Capital
9, Avenue de l'Opéra – 75001 Paris
Tel : +33 1 84 79 80 00 / contact@lonvia.com
Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n°GP-200000

LONVIA
CAPITAL

2. BILAN 2023

« *Une année 2022 historiquement adverse pour les small et mid cap européennes laisse place à des perspectives plus prometteuses* », tel était le titre de notre note de synthèse diffusée en début d'année dernière. Le millésime 2023 s'est en effet avéré bien plus solide, avec une performance nette de notre fonds Lonvia Avenir Mid-Cap Europe de +11,7%, malgré une volatilité en grande partie liée à nouveau à celle des taux d'intérêt.

Après un bon début d'année (très bons résultats en particulier au 1er trimestre 2023 et perception de stabilisation de taux), dans la continuité du dernier trimestre 2022, le 3ième trimestre a vu un retour des pressions baissières sur les valeurs de croissance européennes dans un contexte de forte remontée des taux d'intérêt (août-octobre) et de craintes de ralentissement de l'économie mondiale. Enfin, novembre et décembre ont vu un net rebond de notre sélection, de +26% pour une génération d'alpha de +12%, dans un contexte favorable de solides publications trimestrielles, de valorisations attractives intégrant des scénarios très négatifs pour nos valeurs considérées comme plus cycliques (services IT, R&D externalisée) et de recul important de taux dans un contexte de modération d'inflation.

Par nos positionnements structurels dans le domaine des technologies médicales, de la digitalisation et de l'automatisation, nombres de nos sociétés ont vu une forte accélération de leurs demandes pendant et au sortir du Covid, répondant aux besoins en termes de santé (diagnostic, vaccins Covid) et à ceux nécessaires pour permettre à d'autres entreprises de pouvoir continuer leurs activités (logiciels, semiconducteurs pour les PC et smartphones, automatisation). Après deux années d'hyper croissance, exacerbée par la constitution de stocks importants dans un environnement de tensions sur les chaînes d'approvisionnement, 2023 a vu une accélération de la normalisation de la demande – retour sur la tendance longue - et de stocks – retour au comportement d'achat pré-Covid. Phénomène exacerbé depuis le 2ième trimestre 2023 par l'absence de rebond de l'économie chinoise. Cette normalisation se traduit également par une normalisation des coûts de production (prix des matières premières, composants) et la fin des tensions sur les salaires.

Positivement le 3ième trimestre a vu de nombreuses sociétés dans des secteurs importants comme les équipementiers semiconducteurs ou la biotechnologie indiquer un début d'inflexion des entrées de commande, laissant percevoir que ce déstockage pourrait prendre fin au cours des prochains trimestres. Au final, la performance brute du fonds Lonvia Avenir Mid-Cap Europe aura été proche de la performance opérationnelle de notre sélection de titres soit +16% sur l'année. On soulignera que cette performance s'inscrit dans un contexte de sous-performance des actions de petites et moyennes capitalisations par rapport aux grandes capitalisations pour la troisième année consécutive, ce qui dénote par rapport à la tendance de long terme de surperformance de cette catégorie de marché en raison de perspectives de croissance plus importantes notamment.

LONVIA
CAPITAL

Performance Indice Large vs SMID sur les 3 dernières années :

Performance Indice Large vs SMID sur les 20 dernières années :

LONVIA Capital
9, Avenue de l'Opéra – 75001 Paris
Tel : +33 1 84 79 80 00 / contact@lonvia.com
Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n°GP-200000

3. DYNAMIQUE DE FLUX SUR LES ACTIONS

Les fonds actions distribués en Europe ont affiché une collecte nette de 8 milliards d'euros en 2023 (*source EFAMA*), largement tirée par la gestion passive sur les larges caps alors que les fonds actions actifs distribués en Europe ont décollecté fortement. Les remontées graduelles des taux opérées depuis 2022 ont entrainé des réallocations vers d'autres classes d'actifs, les investisseurs privilégiant la liquidité et les rendements offerts par les actifs monétaires et obligataires notamment, dans un environnement macroéconomique incertain.

Sur le segment des petites et moyennes capitalisations, à l'instar de 2022, 2023 s'est caractérisée par des flux sortants mais de manière moins prononcée. Nous l'estimons à 825M€ sur le périmètre des cinquante principaux fonds small et mid Euro/Europe. Notons que le dernier mois de l'année a vu une inflexion avec un retour de flux positifs. Nous constatons également depuis trois mois un regain d'intérêt de la part des investisseurs pour la classe d'actif.

4. DYNAMIQUES OPERATIONNELLES ET BOURSIERES – 2023 & 2024

L'année 2023 s'est conclue positivement pour notre sélection de titres sur une hausse de +11,7%, malgré une volatilité en grande partie liée aux mouvements de taux, avec un mouvement haussier depuis fin octobre, se poursuivant sur le début d'année 2024, en progression de +2,1% au 13 mars. Concernant notre sélection de titres, la période a confirmé les fortes performances opérationnelles et boursières de nos valeurs de technologie, avec en particulier nos valeurs de logiciels et d'équipementiers semi-conducteurs, qui bénéficient de fortes dynamiques structurelles. L'autre point important à souligner est le retour à meilleure fortune des sociétés d'équipements pour la biotechnologie depuis le 3ième trimestre 2023.

La forte dynamique des logiciels est tirée par les besoins en digitalisation, en accélération depuis la crise du Covid dans tous les secteurs. Ce segment clé dans nos portefeuilles comme source de création de valeur de long terme demeure caractérisé par une forte croissance structurelle, des capacités au déploiement géographique, de fortes marges et de génération de cash flows. Les performances ont été particulièrement bonnes pour **Nemetschek** (+11% ytd ; +65,6% en 2023), **Atoss Software** (+29,2% ytd ; +52,5% en 2023), ou encore **Fortnox** (+31,9% ytd ; +27,5% en 2023). On note la poursuite de la miniaturisation des semi-conducteurs, de la complexification de leur processus de production et du déploiement de l'Intelligence Artificielle (IA) générative, qui voit une explosion des puissances de calculs de données, créatrice de demande dans de nombreux domaines. Si plusieurs sociétés équipementiers semi-conducteur ont vu un tassement de la demande début 2023, reflet de la digestion de la sur-demande post-Covid, l'avènement de la nouvelle génération d'IA ainsi que des signaux d'inflexion des entrées de commande en fin d'année, notamment dans la mémoire, ont permis une très forte accélération de performances en 2023, qui se poursuit en ce début d'année pour nos valeurs à l'image des fournisseurs d'équipements de production : **ASM International** (+20,5% ytd ; +100,9% en 2023) et de packaging : **Besi** (+3,9% ytd ; +149,7% en 2023).

Cette demande accélérée de semi-conducteurs destinés à l'IA, notamment de mémoire de nouvelle génération à haute rapidité est le reflet des investissements massifs des acteurs de l'IA, des grandes sociétés de logiciels et de services cloud dans des centre de données dédiés à servir ces applications d'IA de nouvelles générations. Ce mouvement est déjà très visible aux US en 2023 et l'Europe pourrait suivre en 2024. Elles ont en corolaire un impact positif pour les fournisseurs d'équipement de ces centres de données à l'image par exemple des systèmes de refroidissement, clés de leur efficacité. Nous sommes investis dans **Munters**, société suédoise spécialisée dans les équipements de

refroidissement industriel (+16,1% ytd ; +60% en 2023) avec une forte part de son activité dans les solutions innovantes de réfrigération à destination des centres de données et qui a vu une forte accélération de sa demande au cours des derniers trimestres.

L'autre segment qui pourrait bénéficier de cette dynamique nouvelle est celui des services IT et consulting, qui vont accompagner leurs clients dans l'intégration des nouvelles solutions IA génératives proposées par les grands vendeurs de logiciels, le développement de cas d'usage. Valeur historique de notre sélection dans ce secteur, Reply (+10,9% ytd ; + 12,8% en 2023) est déjà très active dans l'IA avec le développement de solutions appliquées notamment à la génération de contenu ou la configuration de produits en 3D.

A contrario, deux valeurs dans notre sélection ont souffert de l'émergence de l'IA générative car considérées comme présentant un risque pour leurs modèles économiques. En premier lieu, **Teleperformance** (-17% en 2023 dans notre fonds, -55% pour le titre sur l'année - **dont nous avons soldé la position dans les premiers mois de 2023** -, société française spécialisée dans la gestion externalisée de l'expérience client. En second lieu, **Keywords Studios** (-16,3% en 2024 ; -37,4% en 2023) – que nous avons réduit - qui propose des services externalisées pour le secteur des jeux vidéo. Si toutes deux clament pouvoir tirer un profit net du déploiement de l'IA générative, leurs cours ont été sanctionnés et c'est aux sociétés à présent de montrer, dans leurs chiffres, la solidité de leurs positionnements.

L'autre élément important de performance, est le retour à une performance positive depuis le dernier trimestre 2023 de nos valeurs dans le domaine des technologies médicales présentes sur les marchés des équipements permettant la recherche & développement et la production des nouvelles thérapies dans le domaine de la biotechnologie. Ces sociétés ont été particulièrement concernées en 2023 par ces phénomènes de déstockage et de normalisation des comportements d'achat de leurs clients. En effet, ces valeurs ont vu un boum de leurs ventes en 2020 et 2021 pendant la pandémie, tirées par la demande d'équipements utilisés pour le développement et la production de vaccins, auquel s'est ajouté des phénomènes de surstockage déjà évoqués. L'arrêt heureux de la pandémie, entrainant la quasi-disparition des ventes liées au Covid et le retour à la normale des stocks chez leurs clients, les a en retour pénalisées fin 2022 et en 2023. Positivement, le 3ième trimestre semble représenter là encore un point bas d'activité, confirmé par des résultats du 4ième trimestre en nette amélioration, qui laisse augurer du retour du secteur à ses caractéristiques historiques de forte croissance structurelle, acyclique et peu volatile.

La publication des résultats annuels de **Sartorius Stedim** a été décisive en ce sens. La société indique, après une année marquée par un recul de son chiffre d'affaires, un deuxième trimestre de rebond de ses entrées de commande. Le chiffre d'affaires de la société, malgré son recul en 2023, demeure encore 90% au-dessus de son niveau pré-Covid de 2019. Ceci atteste, au-delà des gains de part de marché qu'a réalisé **Sartorius Stedim** pendant le Covid, de la très bonne santé du secteur de la biotechnologie. Cette publication positive aura été suivie de celle de **Biotage** montrant la très forte croissance des ventes d'Astrea, son activité dans le domaine des équipements de biotechnologie. Enfin, **Chemometec**, qui produit des équipements de comptage cellulaire, a vu la poursuite de la croissance de ses ventes de consommables, indiquant le maintien à un haut niveau de l'utilisation de ses équipements dans le cadre du développement et de l'utilisation thérapeutique des thérapies cellulaires et géniques (Car-T cells notamment).

Si **Sartorius Stedim, Biotage et Chemometec** auront reculé en 2023 de -20,5%, -27% et -42,8% malgré leur rebond de fin d'année, le début d'année 2024 confirme ce retour à meilleure fortune avec la poursuite de performances positives respectivement de +13,5%, +33,5% et +12,5%.

Enfin, parmi les ombres au tableau en ce début d'année, on note la poursuite de la contreperformance des valeurs participant à l'écosystème de l'électrification de l'automobile, des transports et de l'industrie, visible depuis le 4ième trimestre 2023. Ces sociétés souffrent en particulier d'avoir vu des demandes supérieures à leur capacité à produire tout au long de 2023 et devrait subir, avec retard, sur les 2 premiers trimestres de l'année les mêmes phénomènes de normalisation des stocks. Ajouté à une moindre visibilité sur leurs marchés finaux, on note en particulier les performances négatives depuis le

début de l'année d'**Aixtron** (-31,6% ytd ; +44,9% en 2023), **Soitec** (-17,8% ytd; +5,9% en 2023), **Melexis** (-13,8% ytd; +17,4% en 2023) ou encore **Carel Industries** (-22,2% ytd ; +9,4% en 2023).

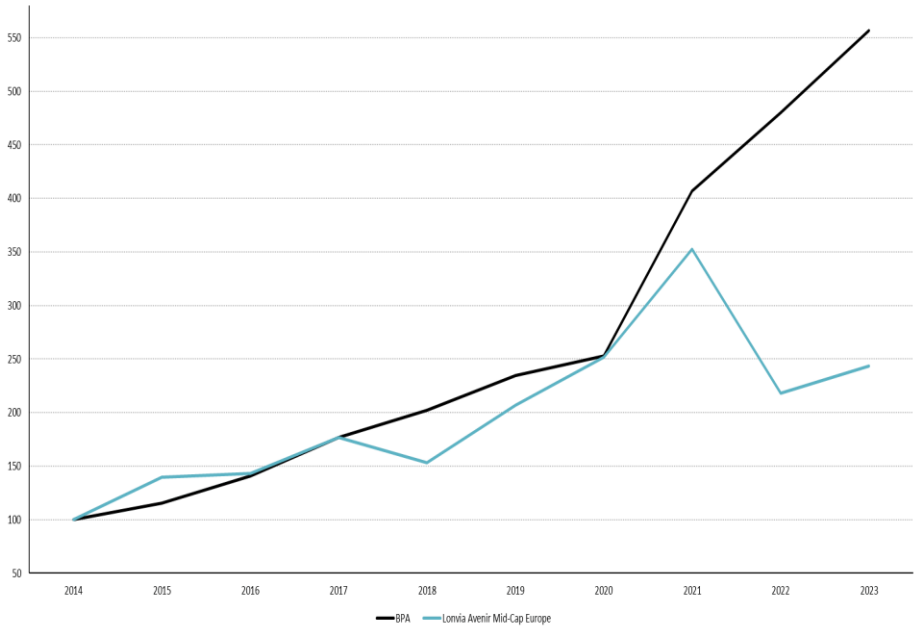
Pour autant, comme pour les autres secteurs concernés, ces phénomènes ont une fin et une réaccélération de croissance peut être attendue sur la 2ième partie de l'année alors que les perspectives de croissance de long terme des véhicules électriques ou des pompes à chaleur restent fortes pour les années à venir.

5. PERFORMANCES OPERATIONNELLES VS FONDS LONVIA AVENIR MID CAP EUROPE

Lonvia Avenir Mid-Cap Europe	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Croissance du Chiffre d'Affaires	+32,8%	+25,8%	+12,7%	+12,0%	+14,8%	+12,3%
Marge EBITDA	26,0%	26,1%	26,2%	27,1%	28,6%	29,4%
Marge opérationelle	19,9%	20,3%	20,1%	21,4%	23,2%	24,2%
Croissance des BPA	+60,7%	+18,0%	+16,0%	+16,9%	+26,4%	+18,3%

Source: LONVIA Capital, Bloomberg, mars 2024. Simulation sur la base de la structure actuelle du portefeuille

Performance du fonds LONVIA Avenir Mid-Cap Europe comparé à la croissances des Bénéfices Par Actions (BPA)



Dynamiques opérationnelles robustes malgré le ralentissement macroéconomique

Normalisation des ratios de valorisation avec le choc sur les taux depuis fin 2021

Croissance des BPA et performance du fonds plus alignées en 2023 et au-delà si environnement de taux stable

Historiquement, le principal facteur de la performance de nos fonds est la croissance des bénéfices par actions (BPA) de nos sociétés comme indiqué par ce graphique. La forte volatilité des taux d'intérêts

en partie liée aux politiques des banques centrales post-Covid a provoqué une volatilité importante sur les ratios de valorisation, en particulier pour les sociétés de croissance. Ceux-ci ont fortement baissé sur la période récente, passant de 29x EV/EBITDA en décembre 2021 à 13,3x EV/EBITDA au plus bas en octobre 2023 alors que la croissance opérationnelle de nos sociétés a continué d'être positive. Avec des valorisations ajustées à ce nouvel environnement de taux, la performance du fonds devrait mieux refléter la croissance des BPA, à l'image de ce qu'on a observé en 2023, et au-delà en cas de baisse des taux. Depuis le point bas en octobre 2023, la performance du fonds a rebondi dans la foulée d'une baisse modérée des taux et de publications trimestrielles positives.

6. RETOUR DES VISITES ET ÉCHANGES EFFECTUÉS AVEC LES ÉQUIPES DIRIGEANTES

Nous continuons de rencontrer le management de nombreuses sociétés présentes dans les fonds ainsi que de potentielles candidates à l'investissement. Nous avons notamment et récemment rendu visite à plusieurs sociétés de semi-conducteurs européennes au Benelux dont **Melexis**, **ASMI** et **Besi** qui font partie de notre sélection de titres. Bien que l'activité générale de l'industrie soit actuellement impactée par les ventes moins dynamiques qu'attendues dans les véhicules électriques, les investissements timides dans le secteur industriel en général et une demande toujours faible pour les appareils électroniques de grande consommation (smartphones, PC, tablettes, périphériques et accessoires…), cette situation est considérée comme temporaire par ces sociétés et la visibilité à moyen terme reste très bonne. Les messages des dirigeants pointent vers une reprise à partir de la seconde moitié de 2024.

Nous observons une très forte dynamique pour les acteurs exposés à l'IA qui se traduit par de la demande pour des composants à destination des serveurs tels que des processeurs de dernière génération et de la mémoire adaptée à ces usages. Les investissements pour déployer des lignes de productions pour ces composants sont soutenus et cela profite à **Besi** et **ASMI** qui ont développé des technologies permettant la production de puces avancées et vendent les outils de productions aux grands fabricants de puces mondiaux tels que **TSMC**, Samsung ou encore Intel. La demande porte sur les outils de productions avancés pour les puces de calcul (processeurs, accélérateurs graphique et IA), mais également sur les équipements avancés chez les fabricants de mémoire. Généralement plus attentistes dans l'adoption d'outils de dernière génération, les acteurs de la mémoire comme **Micron**, **Samsung** et **SK Hynix** viennent dès à présent remplir les carnets de commandes des équipementiers européens tels qu'**ASML**, **Besi** et **ASMI**.

Le positionnement de nos sociétés au sein de la chaine de valeur demeure excellent. A titre d'exemple, **Besi** dispose d'une avance de 2 à 3 ans sur ses concurrents sur la technologie Hybrid Bonding, la seule méthode d'assemblage permettant de rapprocher les processeurs et la mémoire et accroitre ainsi significativement la bande passante entre ces deux composants au centre du développement de l'intelligence artificielle. **ASMI**, de son côté, est le leader mondial d'équipement permettant le dépôt de matière à l'échelle atomique, une technique essentielle pour accompagner la poursuite de la loi de Moore et la démultiplication des capacités de calcul des processeurs. Ces deux acteurs nous ont démontré leur propension à innover et conserver leur leadership technologique sur de très longues périodes, à l'image d'**ASML** qui a établi une feuille de route jusqu'en 2039.

Nous revenons donc de cette visite avec la conviction que les sociétés qui font partie de notre sélection de titres sont des exemples parfaits du cercle vertueux que nous recherchons, à savoir, un leadership technologique permettant le réinvestissement dans la R&D et le capital humain afin de renforcer le

positionnement de la société dans son écosystème et de permettre une génération de valeur importante sur la durée.

7. CONCLUSION ET PERSPECTIVES

Positivement, la seconde partie de l'année 2023 a vu de nombreuses sociétés dans des secteurs importants comme les semi-conducteurs ou les biotechnologies connaître un début d'inflexion des entrées de commande, laissant percevoir la fin des effets de déstockage au cours des prochains mois. Si cette inflexion se confirme, l'année 2024 devrait permettre de retrouver une base opérationnelle normalisée, sans effet de sur-demande et de stocks liés à la période Covid, et donc une dynamique de croissance structurelle pour nos sociétés.

Avec des valorisations ajustées au nouvel environnement de taux d'intérêt, la performance de nos fonds devrait à nouveau refléter la croissance des fondamentaux de nos sociétés, et mieux encore si les taux venaient à s'ajuster à la baisse. Sans présager de l'impact sur les taux, nous commençons à observer chez nos sociétés la fin de tensions inflationnistes (certaines évoquant dès à présent de la déflation sur certains composants et matières premières).

Nos sociétés disposent d'un positionnement stratégique, produit et technologique plus que jamais indispensable dans cet environnement de marché. Un positionnement tourné vers l'innovation et la croissance dans un environnement de croissance potentiellement plus modérée (possiblement plus inflationniste par ailleurs) apparait approprié. L'innovation et l'investissement dans les secteurs de la santé, la digitalisation dans tous les secteurs d'activité et l'automatisation sont sources massives d'efficacité, de gains de productivité et d'économies de coûts. Nous sélectionnons les sociétés avec l'ambition de les accompagner dans la durée en s'extrayant des éléments de court terme sur lesquels nous n'avons pas d'emprise (épisodes de volatilités, mouvements de flux/rotation, éléments monétaires ou macroéconomiques, prix des matières premières, etc.). Nous nous concentrons ainsi sur l'analyse de la qualité des modèles économiques et des stratégies de croissance des sociétés.

Notre sélection de titres porte exclusivement sur des sociétés qui sont en position de mieux-disant produit, technologique ou de service. Ceci leur confère un profil opérationnel et de croissance unique permettant de poursuivre leur déploiement à travers des cycles économiques par nature fluctuant et de ressortir années après années renforcées. Cette discipline de gestion invariable qui se traduit par une rotation faible des portefeuilles, et nous permet d'agir comme des actionnaires de long terme aux côtés des familles et équipes dirigeantes afin de capter la création de valeur opérationnelle et boursière dont bénéficient les segments d'activité en croissance structurelle.

Il nous apparait plus que jamais opportun d'investir sur des modèles économiques disposant d'un positionnement à haute valeur ajoutée, des stratégies orientées vers la croissance notamment via l'innovation et l'expansion à l'international. Un niveau d'endettement limité (0x Dette Nette/EBITDA moyen 2023 et 65% des sociétés en trésorerie nette positive), des marges élevées et un pouvoir de fixation des prix réel seront essentiels dans les prochaines années.

Les périodes de volatilité importantes constituent une opportunité afin de vérifier la qualité des stratégies et des modèles d'affaires de nos valeurs et d'accélérer le process de renouvellement de nouvelles idées. A l'instar de 2008/2009 et 2011, nous optimisons la structure des portefeuilles de manière à offrir le potentiel de croissance le plus important possible lorsque la classe d'actifs small & mid-caps fera à nouveau l'objet d'une réouverture totale.