

LETTRE DE LA GESTION
BDL Rempart Europe
9 septembre 2020



Chers co-investisseurs,

Le mois d'août nous aura finalement épargné de ses spasmes dont il est parfois coutumier sur les marchés financiers. Nous espérons que, comme nous, vous avez pu profiter des vacances pour refaire le plein d'énergie pour continuer à traverser ce mauvais film de science-fiction. Les prochains épisodes, avec la remise en route des économies et les élections américaines, seront déterminants pour la suite des différents scénarii possibles.

Nous sommes pleinement conscients de la responsabilité que vous nous confiez au moment où il n'a probablement jamais, en temps de paix, été aussi difficile de gérer des actifs financiers. Une réinitialisation générale est en route avec les conséquences du Covid-19 pour de très nombreux secteurs d'activités. Tout cela jumelé avec des innovations technologiques disruptives, un niveau d'endettement historique, des taux d'intérêts négatifs et des bulles spéculatives.

Il nous est aujourd'hui difficile de pouvoir anticiper quelle sera la vigueur de la reprise économique. Il y a beaucoup trop d'impondérables. Quelle sera l'évolution du Covid-19 ? Quel sera le niveau de confiance des ménages ? A quel niveau de chômage allons-nous nous stabiliser ? Quel sera l'impact sur l'appétit des chefs d'entreprises à investir dans un tel contexte ? Quelles seront les nouvelles réglementations mises en place par les états pour freiner une globalisation qui a trouvé ses limites ? Quelle sera l'ampleur des conséquences positives et négatives des mesures prises pour le climat ?

Comme vous, nous sommes déçus de nos performances mais nous restons persuadés et confiants que BDL Rempart Europe nous apportera, via la flexibilité du long et du short, les solutions pour récupérer et faire fructifier nos capitaux. Beaucoup de cours de bourse anticipent le pire ou le meilleur. Ces milliards de capitalisations boursières qui disparaissent ou se créent aussi vite qu'une livraison internet nous offrent des opportunités. Les écarts sont extrêmes entre les entreprises dites de croissance et celles dites value. Les écarts sont eux aussi extrêmes entre les entreprises qui ont profité du Covid-19 et celles qui en souffrent. L'investissement consiste plus, ces derniers temps, à appréhender quel sera l'impact sur les cours de bourse des spéculateurs qui anticipent les flux des épargnants les plus crédules. Ces derniers sont en effet orientés ad-nauseam vers les belles histoires thématiques comme la digitalisation, l'écologie, le vieillissement de la population etc.... Selon nous, le capitalisme n'a pas encore changé au point où un bon investissement est simplement devenu aussi facile qu'une belle thématique. L'histoire financière

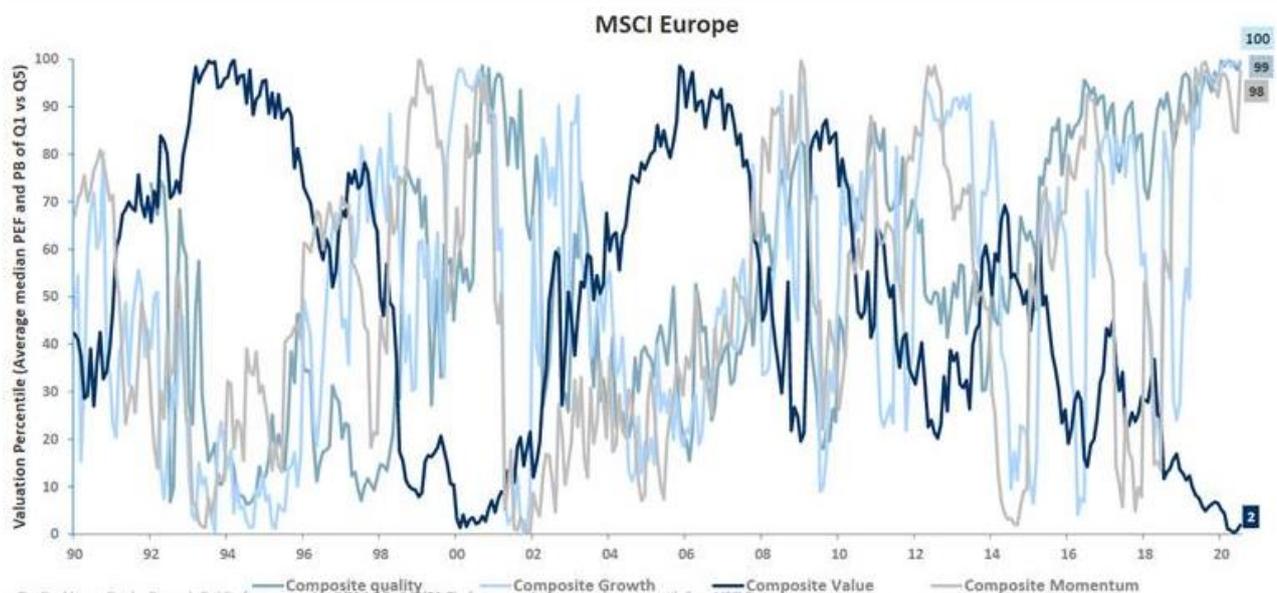
Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



est remplie d'exemples d'industries ou d'entreprises avec de belles perspectives de croissance qui n'ont finalement jamais été rentables pour leurs actionnaires car la concurrence s'est durcie, la demande finale s'est modifiée, des produits de substitution se sont développés, etc... Plus que le niveau exact de croissance future, le plus important pour l'actionnaire sont les « barrières » érigées autour de l'entreprise pour la protéger des concurrents et le prix payé pour acquérir les titres de cette entreprise. Sur ce dernier point, nous avons fait le choix de rester disciplinés pour garder une marge de sécurité sur nos investissements. Nous sommes vigilants sur les prix que nous sommes prêts à payer même si cela a été source de grande frustration ces derniers temps. Nous continuons de penser que même si les valorisations ne semblent pas compter en ce moment, elles finissent toujours, sans exception, par redevenir importantes et beaucoup d'anomalies se corrigeront.

Le graphe ci-dessous montre les variations de valorisations entre les différents styles (qualité, croissance, value et momentum) depuis 1990. Il en ressort que ces facteurs de performance sont cycliques dans le temps et que nous sommes revenus sur les points extrêmes de la bulle TMT des années 2000.

Valorisation en pourcentage des facteurs en Europe depuis décembre 1989



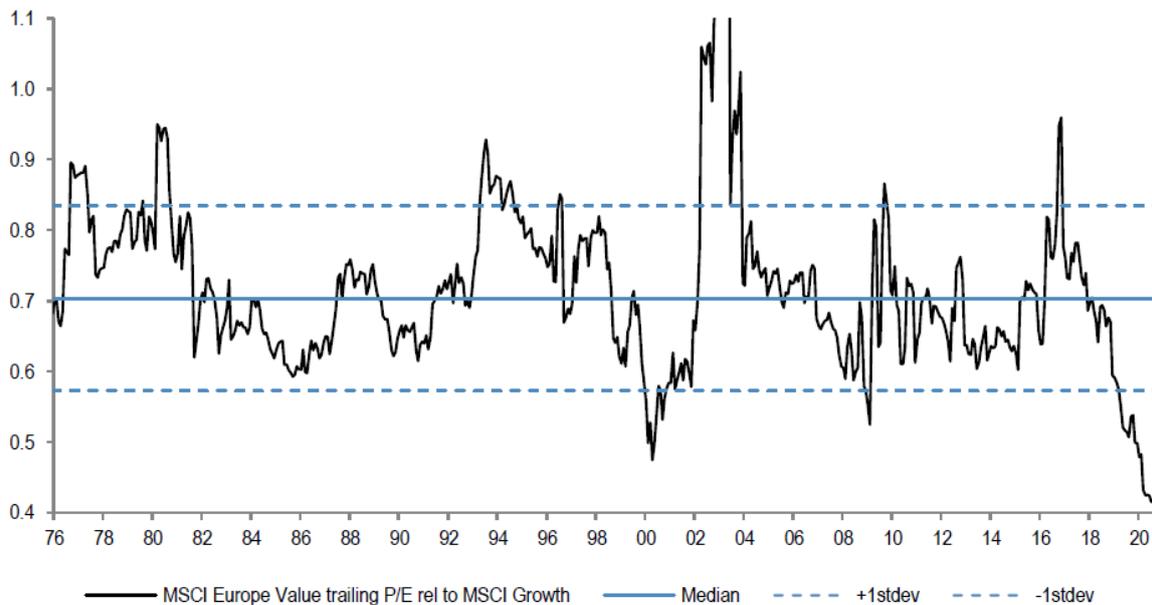
Source: FactSet, Morgan Stanley Research. Pctl % of average median P/FE & P/B of Q1/Q5.

The factors are the top versus bottom quintile from MSCI Europe

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



Trailing PE de la Value vs Croissance en Europe



Source: Datastream

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

9 septembre 2020



Performances :

La crise provoquée par le Covid-19 change les méthodes de relances utilisées ces dix dernières années depuis la crise financière. En plus d'une création monétaire accélérée, nous passons selon nous d'une politique d'austérité à une politique d'expansion budgétaire. Cette méthode est très comparable à celle employée dans les années 40. A l'époque, les finances des Etats-Unis se sont dégradées avec l'entrée en guerre. La Réserve Fédérale Américaine a instauré un contrôle de la courbe des taux et le déficit budgétaire s'est largement creusé. La combinaison d'une croissance réelle et d'une inflation plus forte ont permis de faire baisser le ratio d'endettement des Etats-Unis de 119% en 1946 à 78% en 1951.

Un guide pour gonfler la dette

Le montant nominal de la dette est resté constant tandis que le ratio Dette/PIB passe de 119% à 78% avec une croissance du PIB réel de 4% et une inflation de 5%

Year	Debt/ GDP	Debt(\$bn)	Nominal GDP (\$bn)	Real GDP (1942 \$bn)	Inflation (%y/y)	S&P 500 (%y/y)	House Prices (%y/y)
1942	44%	72	166	166	5.47	8.68	3.33
1943	67%	137	203	194	4.92	20.59	11.45
1944	89%	201	225	209	2.21	14.11	16.58
1945	113%	259	228	207	2.79	32.29	11.78
1946	119%	271	228	184	12.35	-12.69	24.10
1947	108%	269	250	182	10.81	-0.66	21.26
1948	96%	264	275	190	5.32	1.06	2.06
1949	91%	249	273	189	-0.17	8.89	0.09
1950	92%	276	300	206	1.10	19.41	3.64
1951	78%	271	347	222	7.27	18.53	6.05
1946 to 1951 change							
Cumulative	-41%	0%	52%	21%	26%	55%	36%
Annualised	-8%	0%	9%	4%	5%	9%	6%

Source: Exane BNP Paribas estimates, FRED "Inflation measured here using the GDP Deflator".

Tout porte à croire que ce sera le nouveau mode d'emploi mis en place par les banquiers centraux et les gouvernements pour résoudre les problèmes et résorber le poids de la dette.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

9 septembre 2020

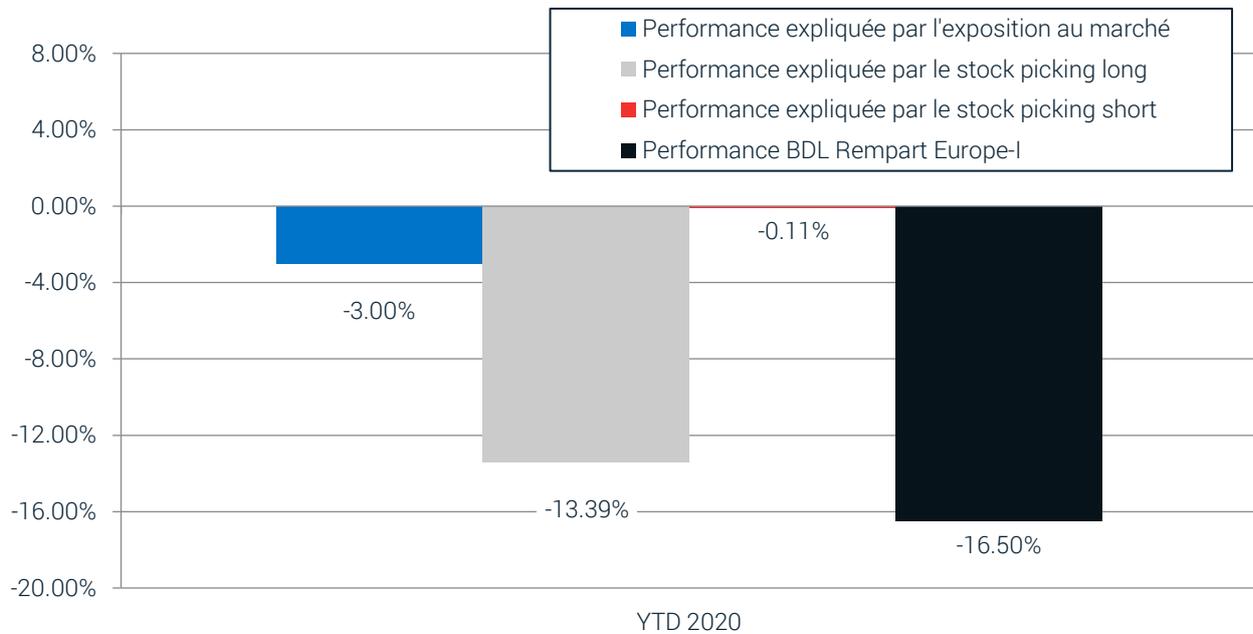
Lors du krach du mois de mars, nous avons expliqué avoir reconstruit le portefeuille Long en privilégiant les pays d'Europe aux finances les plus robustes, les grandes capitalisations boursières aux bilans les plus solides et en répartissant nos capitaux entre des métiers défensifs et des métiers plus cycliques qui avaient beaucoup baissé. Nous sommes toujours bien évidemment insatisfaits de notre performance à -16.50% depuis le début de l'année pour BDL Rempart Europe-I et -16.93% pour BDL Rempart Europe-C au 09/09/2020. Nos investissements sur les entreprises impactées par le confinement, comme évoqué dans nos communications précédentes, continuent de peser lourdement sur notre performance annuelle. Nous arrivons cependant depuis le 18 mars (point bas du marché) à rattraper progressivement notre retard. Nous pensons avoir la bonne équation qualité et prix pour récupérer rapidement nos capitaux perdus.

Février	28/02 -> 18/03	18/03 -> 29/05	01/06 -> 09/09
Inquiétudes COVID	Confinement européen	Rebond du marché	Déconfinement
			
<ul style="list-style-type: none">Le fonds amortit 71% de la baisseLe marché européen baisse de 8,5%BDL Rempart baisse de 2,5%Exposition nette 37%	<ul style="list-style-type: none">Le fonds n'amortit pas la baisseLe marché européen baisse de 25,5%BDL Rempart baisse de 28%Exposition nette 47%	<ul style="list-style-type: none">Le fonds capture 80% de la hausseLe marché européen monte de 31,9%BDL Rempart monte de 25,6%Exposition nette 39%	<ul style="list-style-type: none">Le fonds capture 63% de la hausseLe marché européen monte de 5,51%BDL Rempart monte de 3,49%Exposition nette 48%

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION
BDL Rempart Europe
9 septembre 2020



Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

9 septembre 2020



Investissements Longs :

Nous avons décidé de prendre nos profits sur les valeurs cycliques d'Europe du nord aux bilans solides après des gains de 30% en moyenne et des cours de bourse qui ont retrouvé leurs niveaux pré-Covid-19. Leurs valorisations ne nous laissent plus la marge de sécurité suffisante que nous souhaitons garder étant donné les incertitudes économiques à venir. Nous avons cédé nos participations dans Siemens, CRH, Deutsche Telekom, Aalberts, Rexel et Infineon.

Nous gardons cependant une exposition de 35% sur des entreprises aux valorisations encore très basses qui profiteront des plans de relance mis en place par les gouvernements (infrastructure, construction et automobile). Nous pouvons mentionner ici Eiffage, Vinci, Bouygues, Heidelbergement, Peugeot, Volvo, Continental.

Nous avons aussi cédé nos investissements faits dans le creux sur Airbus et Safran. La résurgence du virus et des quarantaines imposées continuent de peser sur le secteur aérien. La destruction de capacité risque d'être plus longue et plus sévère que nos estimations initiales. Leurs valorisations anticipent déjà pour partie un retour à meilleur fortune sur lequel nous avons des inquiétudes. Pour autant, nous pensons que nous devons tous apprendre à vivre avec le Covid-19 et nous adapter. Nous avons conservé nos investissements économiquement défensifs dont les cours de bourse sont loin de refléter un retour vers la normalité. C'est environ 25% du portefeuille. Il s'agit ici d'Eiffage, Vinci, Elior, Elis, Signature, Whitbread.

Malheureusement à l'exception de RWE (2% du fonds) nous ne trouvons pas de valeurs liées au « Green Deal » dont nous apprécions à la fois la qualité du management, le métier et le niveau du cours de bourse.

Les entreprises financières représentent 8.5% de nos investissements. BNP qui ne vaut que la moitié de ses fonds propres est la seule banque dont la diversification métier nous semble pouvoir encaisser durablement l'impact des taux négatifs. Nous sommes à l'aise avec la modélisation des pertes engendrées par le Covid-19 pour les assureurs et n'avons pas encore mis dans nos modèles les importantes hausses tarifaires auxquelles nous assistons dans l'assurance dommage. Nous sommes actionnaires d'AXA, Allianz et Zurich.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

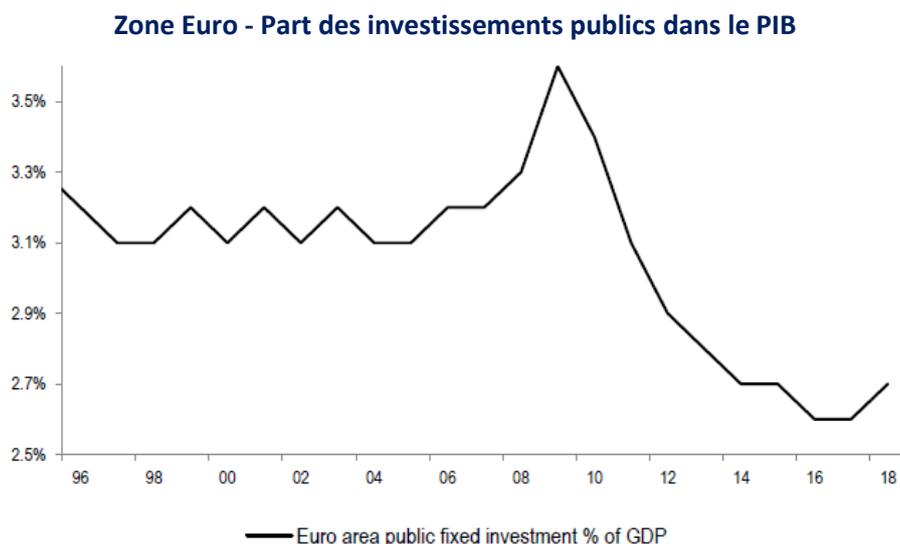
9 septembre 2020



Rentrons maintenant dans les détails de quelques cas d'investissements :

Eiffage (8% du fonds) : le métier est résilient avec le chiffre d'affaires des autoroutes qui est indexé sur l'inflation. 80% du cash-flow est récurrent avec les divisions autoroutes et Energie. Le carnet de commande de la construction est au plus haut historique grâce notamment aux travaux du grand Paris. 100% des sites ont réouvert, la productivité est désormais proche du niveau pre-Covid-19. Le trafic autoroutier est en baisse de 31% sur le 1^{er} semestre mais les mois de juillet et août sont au même niveau que 2019. Les multiples de valorisation sont encore à 30% de décote par rapport à la moyenne historique. Nous payons uniquement 11x les bénéfices attendus en 2021 et 9.3x en 2022.

Vinci (7% du fonds): les arguments métiers sont les mêmes que pour Eiffage avec l'optionalité sur l'aérien. La valorisation est en ligne avec les multiples historiques mais la décote est de 25% avec une reprise des aéroports. La valorisation est de 15x 2022 avec les aéroports encore à 70% de leur capacité d'utilisation sur les trois prochaines années.

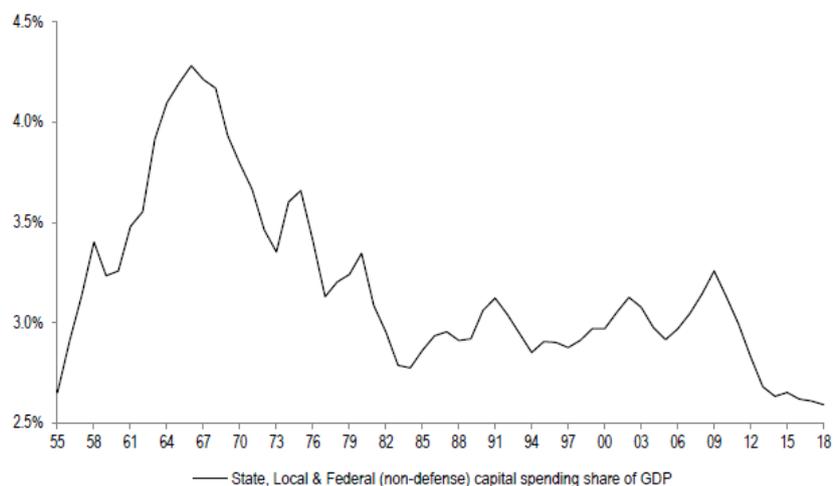


Source : Eurostat

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



US - Part des investissements publics dans le PIB



Source : BEA, JP Morgan

Peugeot (6,5% du fonds) : PSA à les meilleurs marges du secteur, un bilan très solide et selon nous le meilleur management. La crise du COVID se révèle être une opportunité d'investissement. Nous avons d'abord été très inquiets sur l'ampleur de la crise sur le secteur automobile et l'impact qu'elle pourrait avoir sur les liquidités des groupes automobiles. Finalement les aides sur le chômage partiel qui sont mises en place jusqu'à fin 2021 en France et en Allemagne ainsi que les aides aux achats de véhicules moins polluants changent la donne. Nos travaux de recherche montrent que les inventaires ont été apurés et que les prix n'ont pas baissé. PSA ne produit pas ou très peu de voitures sans bon de commande. L'outil de production pourra être adapté de façon ad-hoc grâce aux mesures de chômage partiel jusqu'à la fin 2021. Pour le moment, Les derniers articles dans la presse et nos conversations avec le management font états de plans d'embauches massifs d'intérimaires pour revenir à 95% au niveau de production de 2019. L'automobile devient le moyen de transport préféré pour éviter la promiscuité des transports publics.

Il y a beaucoup moins d'incertitudes quant à l'opération de fusion avec le groupe Fiat-Chrysler. Nous pensons qu'elle aura bien lieu et les synergies à en attendre sont considérables. Nous les estimons à près de 5 milliards d'euros. Il semblerait qu'il n'y ait pas assez de voitures disponibles aux Etats-Unis car les prix des voitures d'occasions y sont au plus haut comme le montre le graphe ci-dessous. La valorisation est extrêmement basse à moins de 5x les bénéfices attendus en 2021 et suivant les chiffres des analystes un FCF/ EV entre 25 et 50% dès

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

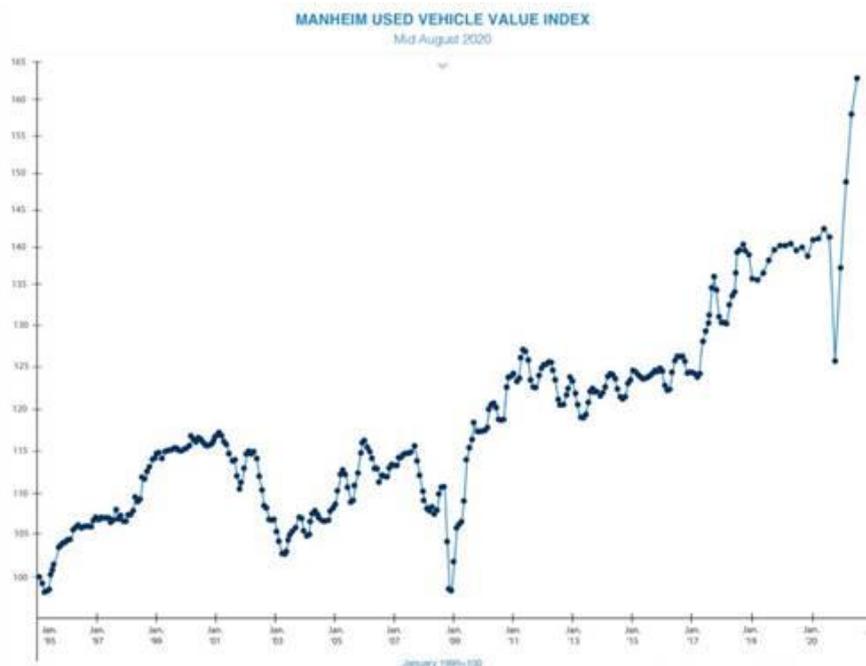


LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

9 septembre 2020

2021. Notre marge de sécurité apparaît donc considérable. Nous sommes ici à l'exact opposé de Tesla et ses 400 milliards de dollars de capitalisation boursière. Sans pour autant devenir ni mytho ni mégalo comme son patron Elon Musk, nous pensons que le cours de PSA doit doubler.



Vivendi (5.5% du fonds) : Rien à signaler de plus que tous les cours de bourse des entreprises aux métiers comparables continuent d'avoir des valorisations stratosphériques. Le groupe Vivendi vaut toujours moins que sa filiale Universal Music dont la valorisation de 30 milliards a été entérinée par l'acquisition de 10% par Tencent avec une option d'achat pour 10% supplémentaire. Vincent Bolloré, actionnaire principal de Vivendi, continue de racheter les minoritaires à bon compte puisque l'entreprise a repris ses rachats d'actions.

Bouygues (4% du fonds) : Là aussi les multiples de valorisation sont au plus bas, le bilan solide suite à la cession de leur participation dans Alstom. Notre marge de sécurité est très importante. Nous payons juste un peu plus de 10x les bénéfices attendus en 2021 et nous avons un dividende de 5.5% même cette année. Les carnets de commande sont au plus haut avec en plus des perspectives encourageantes pour les activités de construction grâce aux annonces des nombreux plans de relance que nous attendons. La division télécom retrouve la croissance avec les meilleurs chiffres de conquêtes de nouveaux abonnés du secteur et la hausse de prix de 30% sur les forfaits mobiles

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

9 septembre 2020



d'entrée de gamme ces derniers mois. Le rachat de la division mobile du CIC est une très belle opération de croissance externe à prix raisonnable de 4x l'EBITDA. Il y a beaucoup de synergies d'absorption des coûts fixes sur les réseaux en basculant les clients CIC qui étaient sur le réseau SFR vers le réseau Bouygues. Les agences du CIC continueront de commercialiser cette offre en y ajoutant tous les produits de téléphonie fixes aux entreprises et aux particuliers désormais disponibles chez Bouygues Télécom.

Elior (3.8% du fonds) : C'est notre plus grosse perte depuis le début de l'année qui coûte 4.24% de performance au fonds. Le cours est passé de 14€ à 5€ ! En investissant dans Elior nous recherchons la résilience de la restauration collective et le redressement des marges, par le nouveau management, que nous commençons à voir en 2019. Nous avons subi de plein fouet la crise du confinement. Le groupe n'a brûlé que 18 millions d'euros de cash opérationnel sur les 9 premiers mois de son année fiscale. Nous espérons qu'avec la reprise de l'école le cours de bourse retrouve une valorisation qui reflète mieux la génération de cash de ce métier. Nous pensons que le cours a le potentiel de rapidement doubler. Nous payons uniquement 6x les bénéfices attendus pour septembre 2022.

Heidelbergement (3% du fonds) : Nous profiterons là aussi des plans de relance dans les infrastructures sur ce leader mondial dans les agrégats et la fabrication de ciment. Nous payons moins de 10x les bénéfices 2022. 73% de l'EBITDA est fait aux Etats-Unis et en Europe. C'est selon nous le meilleur management du secteur et leur avancée technologique sur la capture du carbone leur a permis de lancer en Norvège leur première usine à zéro émission de carbone.

Elis (3.25% du fonds) : C'est le leader européen sur les solutions de location-entretien de textiles. Comme Elior cet investissement reste un foyer important de pertes pour notre fonds avec un coût de 2.67% pour notre performance. C'est un métier normalement résilient qui n'avait pas eu de baisse de chiffres d'affaires ni de marges en 2008-2009 mais qui a subi de plein fouet le confinement et la fermeture des hôtels et des restaurants. L'endettement élevé est devenu un sujet mais le groupe a montré sa capacité à générer du cash-flow durant cette période. Le titre se paye moins de 10x les bénéfices 2021.

Groupe Fnac-Darty (3% du fonds) : C'est un leader européen de la distribution de biens culturels, de loisirs et d'électroménager. C'est la seule enseigne qui a continué à offrir un service complet de ventes et de réparations pendant le confinement. Depuis la fin du confinement, les ventes continuent d'être en croissance à plus de 10%. Ils profitent largement des besoins en équipement digitaux à la maison. Nous restons persuadés que cette enseigne de la grande distribution restera un leader. Ils sont les seuls qui soient capables d'offrir une offre multicanal en physique et sur internet en apportant un service complet de conseil et de réparation. Nous payons moins de 7x fois les bénéfices normalisés en 2021.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

BDL Rempart Europe

9 septembre 2020



Investissements Shorts :

Vous savez déjà qu'en Europe il faut déclarer aux régulateurs et donc aux entreprises lorsque nous franchissons 0,5% de leur capital en short. Nous avons depuis la création de BDL fait le choix de ne pas franchir ces seuils pour ne pas créer de stigma avec nos interlocuteurs. Nous considérons qu'il est impératif, pour pouvoir faire notre métier d'investisseur fondamental, de pouvoir garder un dialogue régulier avec les entreprises que des déclarations short ne permettraient pas de pérenniser. C'est d'ailleurs pourquoi nous restons si peu discrets généralement concernant le nom des entreprises dont nous sommes short dans nos lettres. Nous restons cependant à votre disposition pour présenter tous nos cas d'investissements.

La baisse de nos actifs sur le fonds BDL Rempart Europe a au moins le mérite de nous redonner une certaine flexibilité et mobilité sur les shorts. Nous comptons bien le mettre à profit dans les mois qui viennent. Notre portefeuille short compte 35 valeurs réparties sur six thématiques principales.

1-(10% du fonds) : les entreprises liées au secteur de la santé qui ont servi de valeurs refuges durant la période de confinement. Une partie de nos shorts est sur les entreprises de diagnostics liées aux tests COVID. Une bulle s'était créée avec l'effet d'aubaine des tests liés au Covid. La concurrence annoncée des nouveaux tests moins chers et l'arrivée d'un vaccin fera éclater cette bulle à plus de 50x les bénéfices attendus en 2021. L'autre partie de nos shorts sur la santé est sur des entreprises de matériel médical qui vont pâtir de l'impact de la crise économique sur les consommateurs. Les prises de décisions et les installations sont ralenties dans les hôpitaux. Beaucoup d'hôpitaux privés sont en grandes difficultés financières car ils n'ont pas pu faire le volume de procédures habituelles. Une grande majorité d'hôpitaux privés américains appartient à des fonds de Private Equity. Ils sont donc très endettés. Là aussi les valorisations sont pourtant extrêmes entre 40x et 100X les bénéfices attendus en 2021. C'est la thématique short avec laquelle nous gagnons le plus d'argent.

2-(5% du fonds) : les entreprises en difficulté ayant trop de dettes. Wood Group est une société écossaise de services pétroliers qui subit de plein fouet l'accélération de la transition énergétique. Les investissements de ses clients sont en forte baisse et les faillites s'accroissent. Son bilan lui laisse peu de marge d'erreur pour affronter ce choc. Nous venons par ailleurs de prendre nos profits sur Unibail-Rodamco. Nous jugeons dorénavant la situation trop binaire et le risque de short squeeze trop important.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION
BDL Rempart Europe
9 septembre 2020



3-(5% du fonds) : les entreprises cycliques que nous jugeons survalorisées. Certains cours de bourse retrouvent leurs plus hauts historiques alors même que tous les signaux que nous recevons montrent que le rythme de la marche des affaires est globalement ralenti.

4-(4.25% du fonds) : les entreprises de technologie qui après une accélération de la demande subiront un ralentissement inévitable durant les prochains trimestres. ASML est le leader mondial dans les équipements pour la fabrication de semis conducteur. La bataille que livrent les Etats-Unis à Huawei et aux sociétés chinoises qui utilisent de la technologie américaine va inéluctablement entraîner un ralentissement des commandes. Intel vient d'annoncer l'arrêt de ses investissements dans les équipements de nouvelle génération. Le prix des mémoires s'essouffle ce qui risque de ralentir les investissements de Samsung. ASML commence pour masquer ses problèmes et soutenir des multiples de valorisations élevées (plus 40x les bénéfices 2020) à utiliser des artifices comptables pour améliorer son cash-flow via 1,3 milliards de factoring fin 2019.

5-(7.5% du fonds) : les entreprises qui subissent le COVID via la fermeture de leurs sites, la baisse des touristes et la baisse du dollar. C'est le cas de l'entreprise allemande Rational qui fabrique des fours pour la restauration. Elle vaut plus de 55x ses bénéfices attendus en 2021 et 100x 2020 !

6-(2.5% du fonds) : les entreprises teintées au « green deal » dont les cours de bourse ne reflètent plus aucune réalité économique. Tomra est une société norvégienne qui rentre dans ce cas de figure. Elle traite à plus de 70x ses bénéfices attendus en 2020. C'est le leader des machines qui recyclent des bouteilles en plastique. Son modèle économique est de revendre le plastique récupéré pour le recycler. Tomra ne génère pas de cash et ne couvre pas son dividende.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION
BDL Rempart Europe
9 septembre 2020



Nous profitons de cette lettre pour vous informer que nous avons modifié notre politique d'investissement responsable que vous pouvez retrouver [ici](#).

Le mardi 22 septembre à 11h00, pour ceux qui sont intéressés, nous organisons un webinaire intitulé : « L'approche ESG de BDL : au-delà des bases de données ». Pour vous inscrire, il vous suffit de contacter Camille à camille.delabeau@bdlcm.com.

Pour conclure, la polarisation et les points extrêmes sont nombreux actuellement sur les marchés financiers. Cette situation est historiquement propice à la stratégie long/short qui tire sa légitimité de l'identification et de l'arbitrage d'anomalies temporaires. Aujourd'hui, des entreprises avec des métiers solides mais qui ne rentrent pas parfaitement dans une case « thématique » sont souvent délaissées, ce qui rend leurs valorisations attractives ; c'est parmi ces opportunités que nous investissons pour le book long. En short, nous cherchons à gagner de l'argent en cas de correction du marché et/ou d'un retour vers des équilibres plus classiques. Nous choisissons nos investissements parmi les entreprises qui ont eu des « effets d'aubaine » temporaires alors que le marché les juge permanents, celles qui ont des valorisations extrêmes car elles « rentrent dans une case » à l'instant t, ou encore celles qui conservent des structures financières fragiles et des marchés finaux affectés durablement.

Au 09/09/2020, BDL Rempart Europe capture 63% de la hausse du marché (3,49% vs 5,51% pour le SXXR) depuis le 1^{er} juin, malgré une exposition nette de 48%. Espérons que cela marque le début d'un retour à plus de rationalité, d'une volonté de trier le vrai du faux après cette période unique et déstabilisante qu'a représenté le confinement. Comme pour un patient qui aurait souffert d'un traumatisme brutal et recouvre progressivement ses esprits, nous espérons que la normalisation des conditions économiques amène plus de discernement sur les marchés financiers car BDL Rempart Europe sera le premier à en bénéficier.

Nous vous souhaitons une bonne rentrée.

L'équipe de BDL Capital Management

Lettre achevée le 10/09/2020

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

