

LETTRE DE LA GESTION
BDL Rempart Europe et BDL Convictions
Janvier 2020



Chers co-investisseurs,

Vous trouverez dans cette lettre l'analyse de la performance des fonds BDL Rempart Europe et BDL Convictions pour l'année 2019 ainsi que nos idées d'investissements pour 2020.

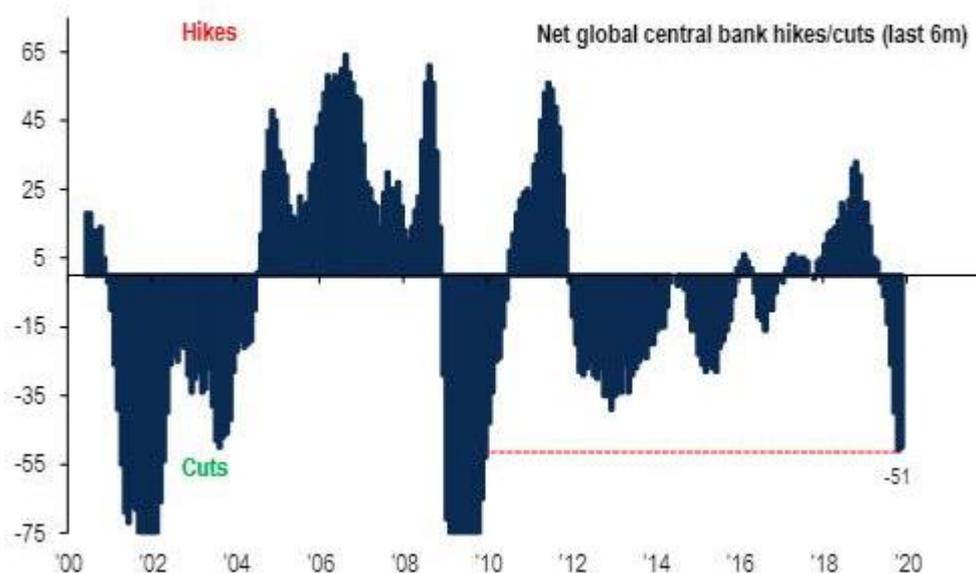
Après la débâcle des marchés en décembre 2018, nous écrivions à nos investisseurs dans notre lettre de janvier 2019 « nous retrouvons des valorisations intéressantes pour déployer notre capital sur des entreprises dont nous apprécions les modèles économiques et l'équipe dirigeante. Nos outils informatiques et quantitatifs qui permettent de les mesurer sont récents mais nous n'avons pas souvenir d'avoir pu constituer depuis la crise de 2008 un portefeuille d'investissements long aux multiples de valorisation aussi attractifs. Le rendement moyen du free cash-flow de nos investissements long est supérieur à 10% ».

Nos performances 2019 ont été bonnes malgré un contexte compliqué. La croissance globale a montré des signes de faiblesses à cause, entre autres, des incertitudes liées au conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine, le Brexit et les nombreux soulèvements populaires comme celui de Hong-Kong. Les banquiers centraux, comme si nous étions en crise, sont une nouvelle fois venus à la rescousse des marchés financiers en repoussant les risques de récession pour plus tard. Les acteurs économiques sont encouragés à accumuler de la dette et les prix des actifs financiers sont au plus haut. Désormais, le risque est que les banquiers centraux finissent par venir à cours de munitions. La réponse la plus commune est que les politiques fiscales viendront à ce moment-là, à leur tour, à la rescousse. L'argument se tient car l'insatiabilité des banques centrales à acheter la dette des états donnerait l'espace fiscal nécessaire aux gouvernements de plus en plus populistes. La question est donc de savoir si le tempo des politiques sera suffisamment rapide pour diagnostiquer et anticiper à temps les prochains risques de récession.

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.



Les banques centrales baissent les taux aussi rapidement qu'en période de crise



Source : BofA, Bloomberg

Performance du fonds BDL Convictions

	Depuis la création	2019
BDL Convictions - C	+192.08%	+27.54%
BDL Convictions - I	NA	+28.30%
SXXR	+105.04%	+26.75%

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 et BDL Convictions

Janvier 2020



Performance de BDL Convictions vs Stoxx 600 dividendes réinvestis
+87% par rapport à son indice, 10% de performance annualisée depuis la création



Source : BDL Capital Management, Bloomberg, données au 31/12/2019

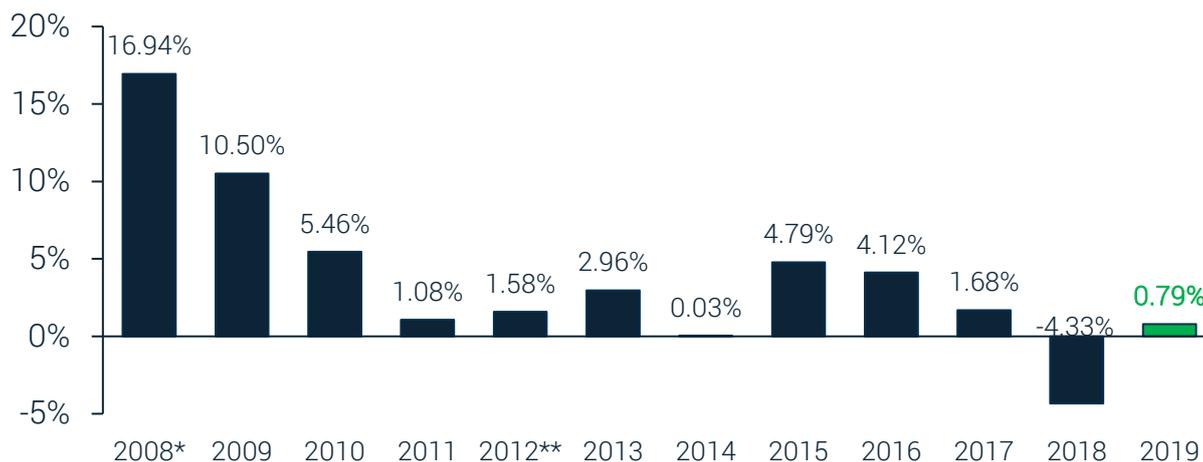


Source : <https://www.morningstar.fr> et <http://www.lipperleaders.com/>

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.



**Surperformance de BDL Convictions par rapport à son indice de référence
 Génération d'alpha 11 années sur 12**



Source : BDL Capital Management, Bloomberg, données au 31/12/2019
 *depuis le 12/09/2008, date de création du fonds BDL Convictions-C
 Depuis avril 2012, l'indice de référence SXXR remplace l'indice SXXP

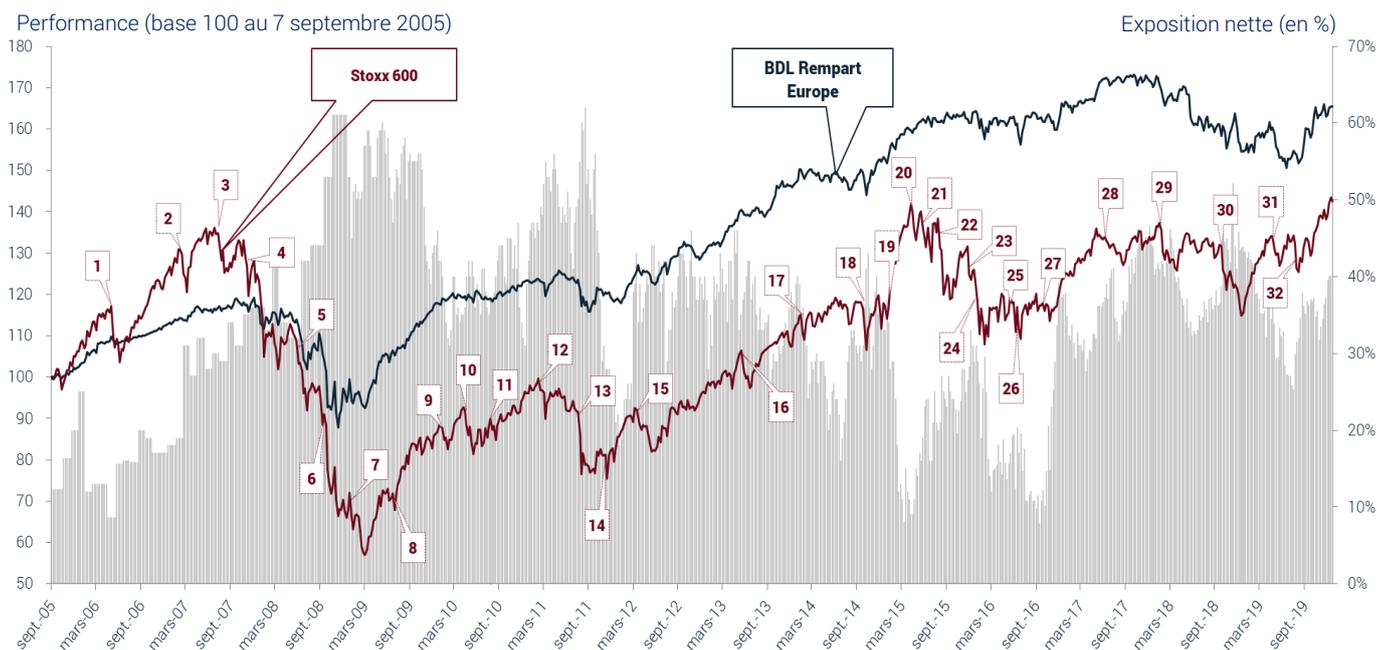
Performance du fonds BDL Rempart Europe

	2019
BDL Rempart Europe - C	+6.94%
BDL Rempart Europe - I	+7.74%

Source : BDL Capital Management, données au 31/12/2019

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.

Amortissement de la baisse du fonds BDL Rempart Europe depuis la création



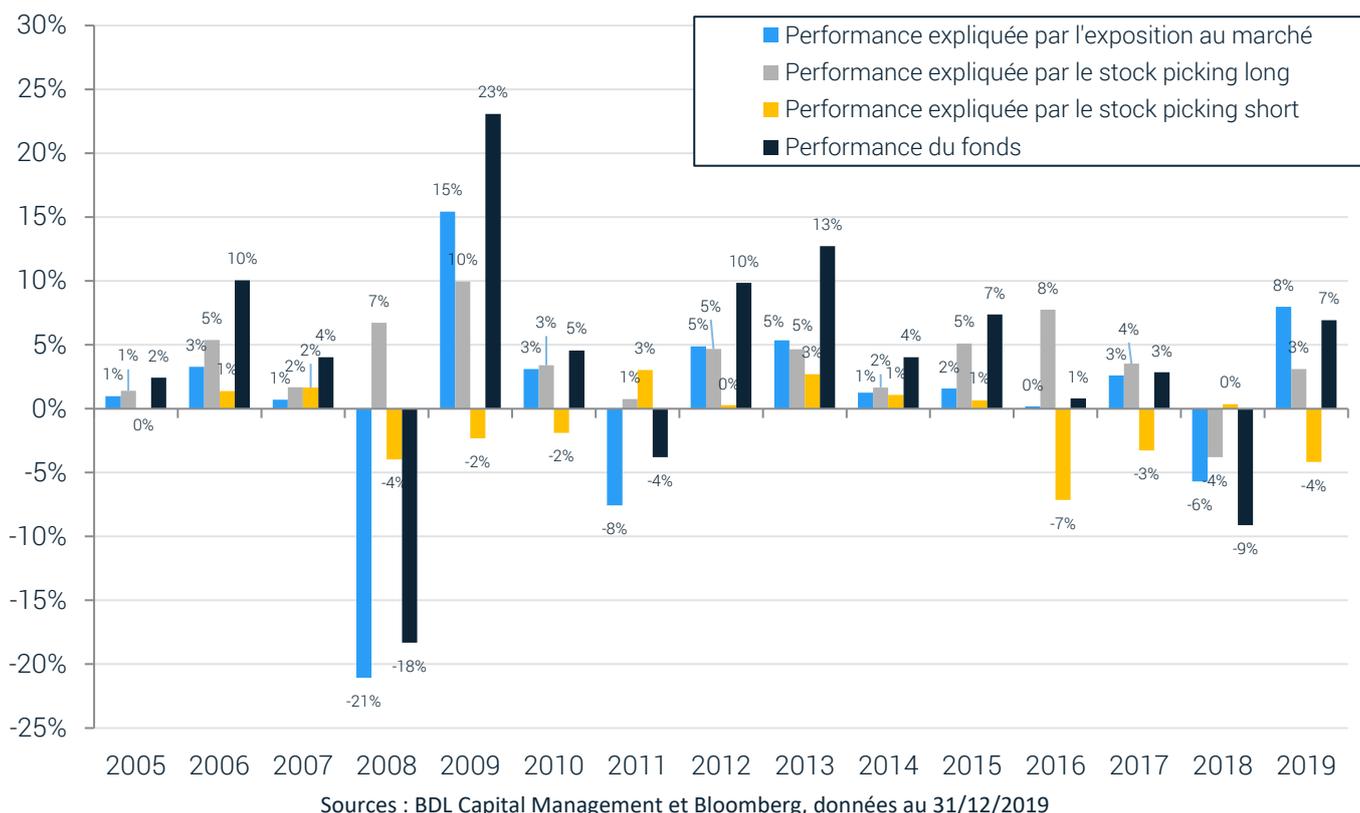
Sources : BDL Capital Management et Bloomberg, données au 31/12/2019

Sur les 32 phases de baisse de plus de 5% du marché, le fonds BDL Rempart Europe a amorti en moyenne 85% de la baisse.

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.



Attribution de performance de BDL Rempart Europe depuis la création



Concernant nos investissements en long, communs à BDL Convictions et BDL Rempart Europe, nous le rappelons chaque année, battre l'indice Stoxx 600 n'est pas un objectif annuel mais doit être la conséquence sur le moyen terme de la pertinence de notre philosophie de gestion.

Nous sommes particulièrement satisfaits cette année d'avoir pour la 13^{ème} année sur 14 réussi à battre l'indice sur nos investissements Long. Car, comme le montre le tableau ci-dessous, il n'était pas facile en 2019 de le battre en respectant notre discipline d'investissement qui reste depuis notre création **d'acheter de bons actifs et de garder une marge de sécurité suffisante sur leur valorisation.**

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 et BDL Convictions
Janvier 2020



Performances des entreprises en fonction de leur PE

Estimation PE 2020e	Performance 2019 SXXR +26.82%	Exposition moyenne de la poche longue de BDL Rempart Europe
PE<10	21,90%	58%
10<PE<15	23,80%	37%
15<PE<20	26,70%	5%
20<PE<30	35,60%	0%
PE>30	58,50%	0%

Source : BDL Capital Management, Bloomberg

Nos deux meilleurs investissements longs en 2019 sont **Eiffage** et **Spie**.

Eiffage est un acteur majeur dans les concessions autoroutières en France et la construction en Europe.

Nous avons déjà présenté dans ces lettres notre attrait pour la récurrence du cash-flow des concessions et la visibilité que donne le projet du Grand Paris à la division construction. Les turbulences des gilets jaunes aux péages ont été effacées et le cours de bourse est monté de +43.53% en 2019. Nous sommes toujours actionnaires.

Spie est une société française qui est un opérateur leader en Europe dans le service en entreprise.

Après avoir été notre plus gros détracteur de performance en 2018, le cours de bourse de Spie a rebondi de +62.27% en 2019. Les risques opérationnels de 2018 ont été résolus avec les ventes d'actifs (SAG offshore). La croissance est repartie à la hausse dans la division « Oil and Gas » et les marges se sont stabilisées. La transparence sur la présentation des comptes que nous appelions dans notre lettre de janvier 2018 s'est améliorée et le directeur financier a été remplacé.

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 et BDL Convictions

Janvier 2020



A contrario nous sommes très déçus de notre performance sur nos shorts. Nous sommes tombés dans un véritable guet-apens. La baisse des taux par les banques centrales continue de gonfler des bulles de valorisation. Heureusement, nos investissements dans nos outils technologiques de gestion nous ont permis de limiter les pertes. Grâce à nos travaux sur le webscrapping des ETF nous avons pu, en partie, éviter le piège de la bulle des ETF low vol qui ont collecté 7 milliards d'euros en Europe sur les 9 premiers mois de l'année. Nous avons concentré 48% de nos opérations en short sur des titres à faible ADV (Average Daily Volume : c'est le volume moyen quotidien de transaction utilisé dans la construction d'un indice propriétaire que nous avons mis en place pour chaque titre afin d'essayer de mesurer l'influence de la gestion passive sur son cours de bourse). Ainsi, nous avons essayé de plus dépendre de l'évolution des fondamentaux des entreprises que des flux de la gestion passive. Nous avons créé +6.3% d'alpha sur la catégorie des entreprises à faible ADV.

Classifications de nos investissements short

Typologie	Poids dans le portefeuille Short	Commentaire
Métier sous pression structurelle	26%	<ul style="list-style-type: none">- Pression sur les prix et les marges- Nouveaux concurrents- Des industries difficiles
Métier sous pression cyclique	26%	<ul style="list-style-type: none">- Nouveaux métiers encore non prouvés- Arrivée de gros acteurs- Ralentissement du cycle économique
Problèmes de comptabilité, de dette ou de gouvernance	13%	<ul style="list-style-type: none">- Utilisation de la « comptabilité agressive »- Sujets sur l'indépendance du board- Niveau d'endettement trop élevé
Valorisations incohérentes	35%	<ul style="list-style-type: none">- Multiples de valorisation très élevés :- 50x PE en moyenne quand le marché européen est à 15x

Sources : BDL Capital Management, données au 31/12/2019

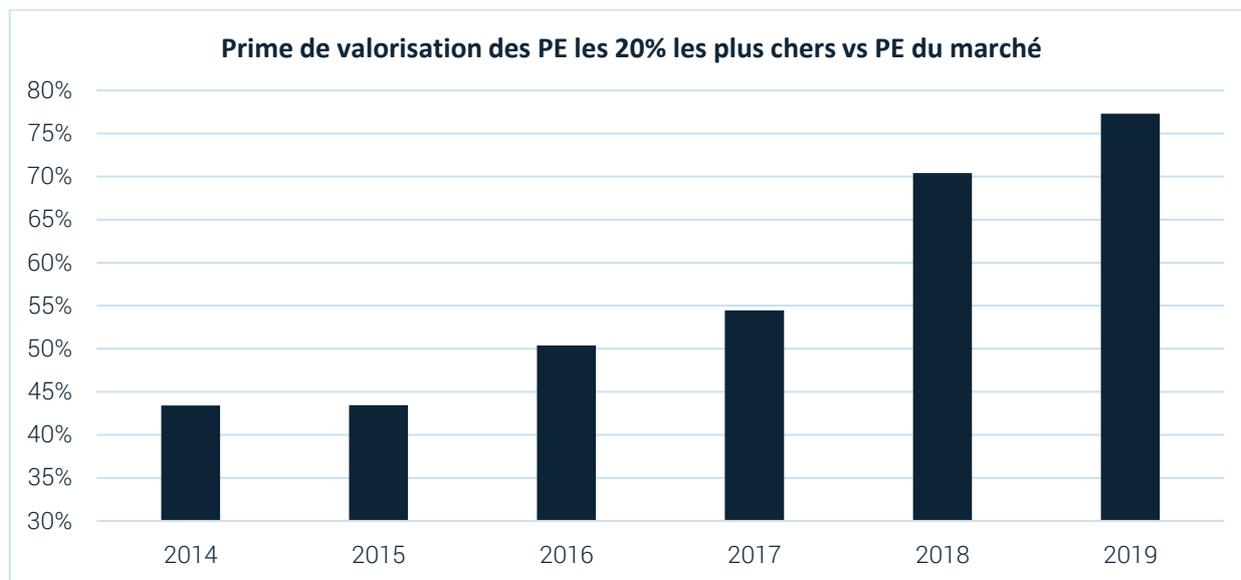
Désormais, près de 40% de notre portefeuille short reste sur des entreprises dont nous pensons que le niveau de cours de bourse s'est complètement détaché de ce que nous pensons être une valeur économique pérenne et raisonnable pour une entreprise.

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 et BDL Convictions
Janvier 2020

Le tableau ci-dessous montre que la prime historique de 75% des 20% des entreprises les plus chers est à son plus haut historique.



Nos 5 plus grosses pertes nous ont coûté 5.7%. Leurs cours ont en moyenne monté de 79% alors que leurs estimations de profits pour 2020 ont, elles, uniquement progressé en moyenne de 7% ! Ces 5 valeurs ont pris 14 points de PE en moyenne.

Réévaluation des PE en masse des 5 plus grosses pertes short en 2019

Titres	Secteur	PE 2020 Change
AVEVA GROUP PLC	Tech Software	24 -> 39
BECHTLE AG	Tech Hardware	15 -> 29
HALMA PLC	Industrials	24 -> 35
ATLAS COPCO AB-A SHS	Industrials	16 -> 26
SARTORIUS AG-VORZUG	Health Care	33 -> 54

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 et BDL Convictions
Janvier 2020

PE moyen historique Année N+1



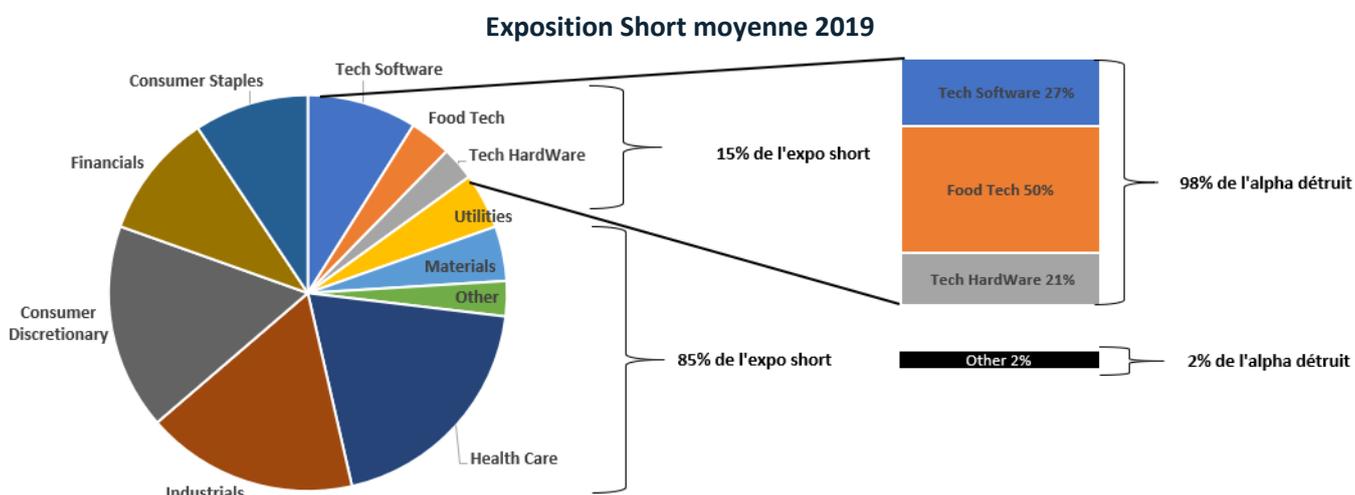
Source : BDL Capital Management et Bloomberg

Nous avons détruit 98% de l'alpha short sur la Tech alors que ces investissements ont représenté uniquement 15% de notre book short ! Mise à part quelques leaders mondiaux, la technologie est par définition une catégorie d'entreprises pour laquelle les barrières à l'entrée sont faibles. Notre expérience nous montre que payer plus de 50x les bénéfices pour une société de technologie et espérer pouvoir la revendre encore plus cher est une quête périlleuse !

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 et BDL Convictions
 Janvier 2020



Source : BDL Capital Management

Nous avons tout de même connu quelques succès short que nous pouvons citer :

Ambu : c'est une société danoise spécialisée dans les systèmes médicaux pour les hôpitaux et les services de secours. Leur patron avait fait des promesses intenable et le cours de bourse a atteint jusqu'à 100x ses bénéfices. Il s'est fait débarquer par son conseil d'administration avant que l'éclatement de cette bulle n'éclabousse tout le monde ! Nous avons gagné 31 bps suite à la baisse du cours de bourse qui a dévié de 28.67% en 2019.

Asos : c'est une société anglaise qui vend des vêtements en ligne pour les jeunes de 20 à 30 ans. Nous pensons que le taux de pénétration de ventes de vêtements par internet a atteint un palier sur ses principaux marchés. Nous conservons d'ailleurs plusieurs entreprises spécialisées dans la distribution de vêtements en short. Selon nos analyses, il semblerait que nous ayons atteint un pic de consommation d'articles par habitant dans les grands pays développés (65 articles par an et par personne aux Etats-Unis et 50 au Royaume-Uni). Asos quant à elle fait face à une concurrence accrue sur internet, à une augmentation de ses coûts de logistique et du montant d'investissement qu'elle doit faire pour rester dans la course. La rentabilité par commande s'est effondrée. Elle est désormais endettée et brûle de plus en plus de cash depuis 3 ans. Ce short nous a rapporté 27 bps.

Wirecard : c'est une société allemande qui fournit des services de paiement. Nous avons des doutes sur la sincérité des comptes car les flux de cash sont inexplicables, les informations parcellaires et la gouvernance problématique. Le gain est ici de 33 bps.

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 et BDL Convictions

Janvier 2020



Nos idées d'investissements pour 2020

Elior est le leader français et un des gros acteurs globaux de la restauration collective. Nous possédons un peu plus de 3% du capital. Nous aimons les caractéristiques du métier de la restauration collective car nous profitons de revenus récurrents, de marges stables et d'une grosse génération de cash. La société a eu un accident de parcours. Les marges opérationnelles sont tombées sous les 3.5% au lieu des 6% normalement réalisables. Nous sommes confiants que la nouvelle équipe menée par Philippe Guillemot, le nouveau directeur général, et Esther Gaide, la nouvelle directrice financière, vont remettre le groupe sur les rails. Ils ont désendetté le groupe en cédant Aeras. C'était la filiale gourmande en capital qui s'occupait des concessions dans les aéroports, les gares et les autoroutes. Si tout se passe comme prévu, nous payons aujourd'hui moins de 10x les bénéfices de 2022.

Rexel est une société française, c'est un des leaders mondiaux de la distribution BtoB de matériel électrique. Comme Elior, le tandem, avec Patrick Berard, directeur général, et Laurent Delabarre aux finances, remet du bon sens au sein de l'entreprise. Rexel a elle aussi connu un accident de parcours à cause d'une stratégie hasardeuse avec trop de diversification géographique et trop de dettes. Les craintes que Rexel se fasse sortir du jeu par les acteurs du digital comme Amazon ne sont, selon nous, pas justifiées. Nous en avons profité pour acquérir près de 2% du capital. Amazon ne réussira pas à vendre tout à tout le monde. Rexel, par ailleurs, est déjà, de fait, un champion du digital avec plus de 2.5 milliards d'euros de chiffre d'affaires digitalisé et prend au contraire de l'avance sur ses concurrents. Nous avons été très fortement impressionnés par ce qu'ils ont déjà mis en place en visitant le salon qu'ils organisent pour leurs clients électriciens français. Toutes ces solutions numériques seront déployées au fur et à mesure et à grande échelle dans leurs autres zones géographiques. Par ailleurs, Rexel contribue, via les solutions d'économie d'énergie qu'elle propose à ses clients, à la réduction de CO2. La valorisation est de 13x les bénéfices 2020.

Ageas est une compagnie d'assurance belge. Nous prévoyons une baisse de son cours de bourse en 2020. Nous pensons que le niveau de ratio de solvabilité II de certaines de ses filiales est vulnérable. Il y a également le déclin de la génération de capital sous solvabilité II en Belgique (en raison de la vente de produits garantis et de l'impact de la baisse des taux), ainsi qu'une forte détérioration des marges en Angleterre. La distribution de cash aux actionnaires en l'état est non soutenable.

Nous gardons aussi une vue négative sur Valeo, l'équipementier automobile français qui risque de subir de plein fouet les bouleversements du marché automobile dans les années qui viennent. L'intensité capitalistique en recherche et développement s'accroît dans un marché hésitant. C'est probablement la fin de leur séquence de très forte rentabilité en Chine et leurs paris industriels dans l'électrique semblent ne pas tenir leurs promesses. Leur besoin en fonds de roulement est déjà optimisé et surestime leur position de cash réelle.

Hughes Beuzelin et l'équipe de gestion
Lettre achevée le 21 janvier 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.

