

Chers co-investisseurs,

Depuis le début de l'année, notre fonds BDL Rempart Europe-I est en hausse de + 4,19% (au 28/06/2017), BDL Convictions progresse de +8,75% (au 30/06/2017) et le Stoxx 600 de + 4,97% (au 30/06/2017). Un meilleur deuxième trimestre rattrape un mauvais premier.

Investir implique de résoudre deux problèmes. Le premier est d'identifier de bonnes opportunités d'investissements (1) et le second est de bien les dimensionner (2).

1. Allouer du capital à des entreprises en fonction des hommes, de leurs projets et évaluer leurs perspectives est notre métier. Nous attachons beaucoup d'importance à ce que notre équipe d'analystes partage la même philosophie d'investissement. L'objectif est de pouvoir utiliser nos ressources et l'allocation de notre temps sur de potentielles idées d'investissements qui correspondent à notre ADN. Nous avons beaucoup travaillé ensemble sur ces sujets. Nous avons bien défini « nos règles d'investissements » et nos procédures à suivre quand nous étudions une entreprise. Notre forte culture nous permet d'intégrer de nouveaux membres dans notre équipe de façon efficace sans que puisse exister d'ambiguïté sur la façon dont nous voulons investir.

Pour nous aider, nous avons développé des outils informatiques, en interne, qui nous permettent de faire de l'analyse de données et de recouper des points de similitudes sur les investissements qui ont fonctionné ou non. Nos erreurs sont nos meilleurs professeurs.

La responsabilité de votre épargne requiert beaucoup d'humilité et nous ne prétendons pas que notre méthode est la meilleure. Nous cherchons encore et toujours à l'améliorer mais notre philosophie d'investissement pour l'allocation de notre et votre capital n'a pas changé depuis la création de BDL : acheter de bonnes entreprises avec de bons managements aux bons prix.

2. La résolution du deuxième problème de l'investisseur reste un travail en perpétuelle mutation. Ce travail se fait en fonction des conditions de marché et des investissements entre eux. Comment bien les dimensionner et construire son portefeuille pour obtenir le meilleur couple rendement risque possible ? Nous avons construit avec nos équipes un outil évolutif « Samurai » qui nous permet de faire toute une batterie de tests pour nos fonds en fonction des phases de marchés passées mais aussi et surtout des différents scénarii que nous construisons.

Dans la foulée de l'élection américaine, nous avons voulu prendre un peu plus de risques et avons décidé de déployer plus de capitaux sur nos idées existantes. Nous sentions bien que nos modèles sur les profits de nos entreprises semblaient trop prudents et qu'il fallait choisir, que nous devions relever nos perspectives bénéficiaires pour 2017. Nous n'étions cependant pas prêts à le faire sur tous les secteurs de l'économie et toutes les zones

---

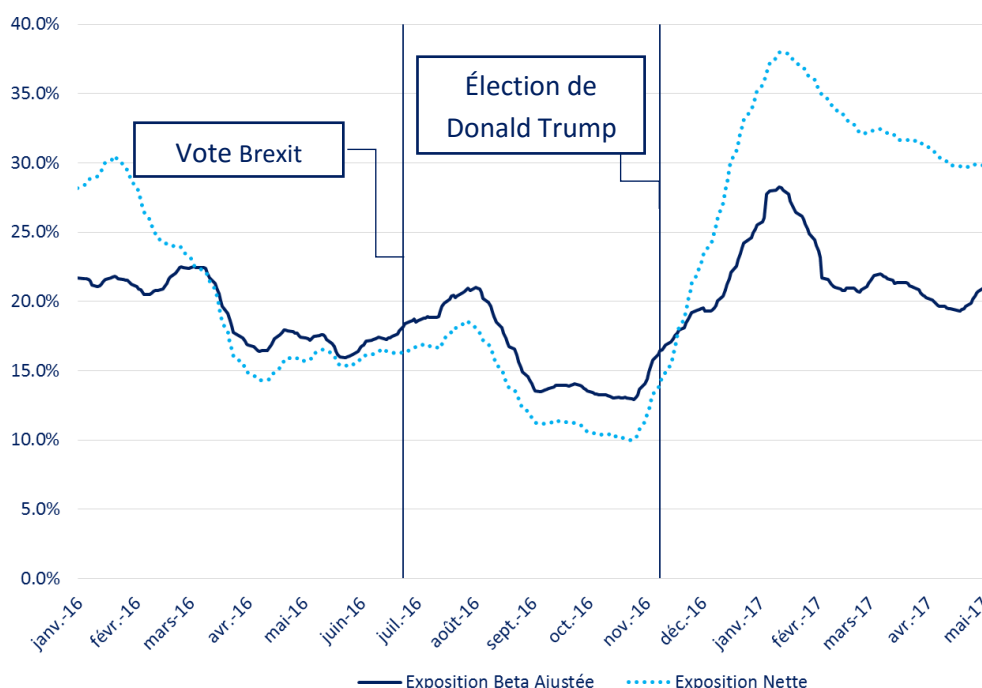
Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. 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.

géographiques. Notre exposition nette est passée de + 10% (Long - Short) à + 38%. L'exposition brute (Long + Short) est elle aussi passée de + 127% à + 153% (du 24/10/2016 au 13/01/2017).

Notre manque à gagner sur le premier trimestre provient de deux erreurs commises à ce moment-là. Une première sur la construction de portefeuille et l'autre sur l'analyse des faits venant de Chine.

Pour la construction de portefeuille, nous n'avons pas mesuré correctement le fait que nos investissements supplémentaires avaient eu un moindre impact sur notre exposition nette ajustée du bêta des titres. Le résultat a été une augmentation plus faible que ce que nous souhaitons de notre prise de risque. Notre exposition ajustée du bêta était à + 28% au lieu de + 38%. Nous avons mal dimensionné nos investissements et notre construction de portefeuille n'a pas suffisamment bien reflété ce que nous cherchions à faire. Pour essayer de ne plus commettre cette erreur d'inadéquation, nous avons développé de nouveaux outils dans Samuraï qui permettent de mieux suivre le bêta du portefeuille. En plus des indicateurs habituels, nous calculons désormais nos propres bêtas pour ne plus dépendre de fournisseurs externes et garder, du coup, un œil plus critique sur le sujet.

#### Evolution des expositions nette et nette ajustée du bêta sur BDL Rempart Europe

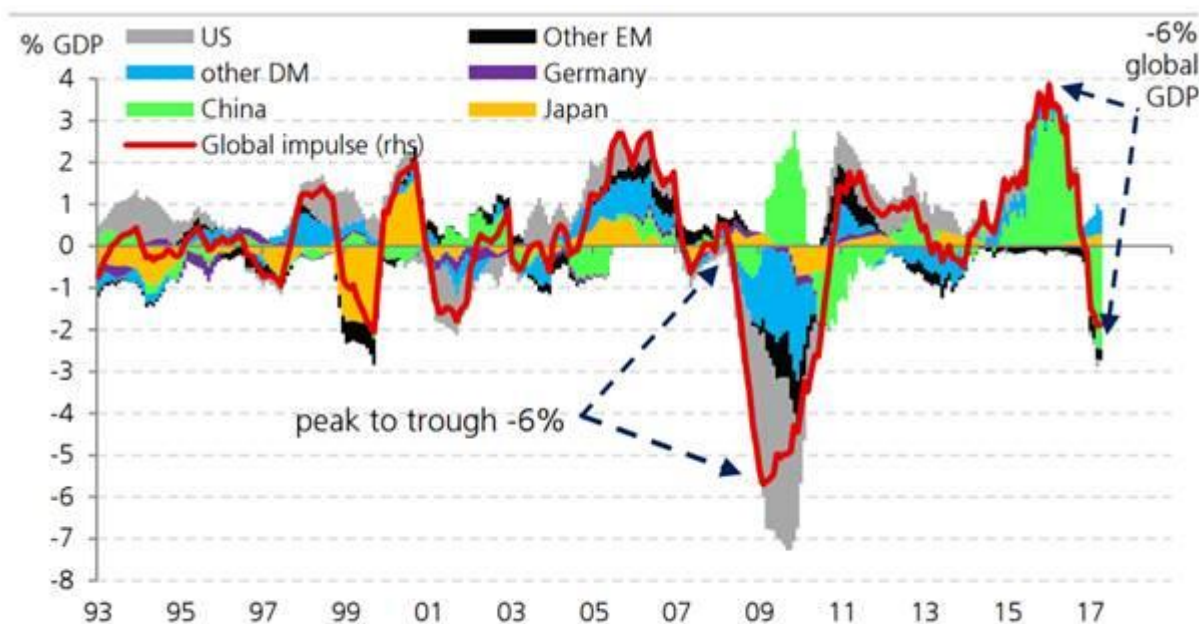


Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. 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.

L'autre explication de notre manque à gagner est plus classique. Une grande part de la consommation dans les pays développés et de l'investissement dans les pays émergents est financée par le crédit. Il est donc important de suivre la quantité de crédit (ou stock de crédit), son évolution (croissance du stock de crédit) mais aussi l'accélération de la croissance du stock de crédit (ou « Credit Impulse »). Ce troisième indicateur nous permet d'identifier des phases de ralentissement de la croissance économique. En effet, si la croissance du stock de crédit passe de + 10% à + 5% d'une année à l'autre, ce qui correspond à un crédit impulse négatif, la croissance du PIB sera aussi plus faible.

Nous aurions dû mieux analyser que le plan de relance annoncé en Chine en 2016 prenait des dimensions gigantesques et allait permettre de regonfler dans des proportions historiques la bulle immobilière et des infrastructures chinoises. Nos investissements à la baisse sur un certain nombre de valeurs industrielles exposées à cette thématique nous coûtent de l'argent pour l'instant! Mais les prévisions bénéficiaires extrapolent, selon nous, une situation intenable.

#### Credit impulse mondial



Source: Haver, UBS Estimates (complete data through March, partial data through April)

Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle 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.

La Chine est un contributeur majeur au niveau mondial, à la fois pour la croissance et le stock de crédit. Et, comme l'illustre le graphique ci-dessus, le « credit impulse » mondial devient négatif pour la première fois depuis la crise de 2008-2009.

Pendant ce temps, sous le joug des banques centrales, la gestion passive continue son essor. La bonne performance des indices boursiers et la baisse de la volatilité entraînent une hausse importante de l'utilisation de l'effet de levier des fonds quantitatifs. Leur modèle détermine en effet généralement le levier optimal en fonction d'un objectif de volatilité. Au même moment, les fonds « classiques » Long/Short actions continuent de réduire leur exposition. Ils sont pris en tenaille entre des fondamentaux et des valorisations qui sortent de leur logiciel de pensée.

### Variation du levier pour les fonds Quant et Long Short



Or, la réallocation des actifs vers des véhicules ayant plus de levier sur des stratégies systématiques au détriment des fonds gérés activement retire un mécanisme de stabilisation important du marché. Les gérants

Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle 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 DICL, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

actifs ont historiquement une partie de leurs actifs en cash afin d’amortir les à-coups de marché et profiter des baisses pour déployer ce capital ou faire face aux rachats éventuels de leurs clients. A l’opposé, la gestion passive est, par construction, investie toujours au maximum et s’accompagne d’un effet de levier élevé. Le marché se retrouve ainsi sans filets sur des valorisations élevées. Vous comprendrez donc que dans cet environnement, nous redevons plus prudents et sélectifs. Notre exposition nette est retombée à 28% et 12% en bêta ajustée, notre exposition brute est elle aussi sur ses points bas. La poche de cash de BDL Convictions est à environ 20%.

**Prix/bénéfices du MSCI Eurozone de 2004 à 2017**



**Investissements :**

Nos deux plus gros investissements restent Vivendi et Vinci. Ce sont aussi sur ce premier semestre nos deux plus grands contributeurs à la performance.

Notre allocation sectorielle la plus importante est toujours sur le secteur des télécoms. Nous continuons de trouver que les cours de bourse de ces entreprises ne reflètent pas la fin de la baisse des prix, le pic d’intensité

Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle 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.

capitalistique, les changements de gouvernance et la visibilité sur la génération de cash. Nous pensons que le secteur doit se consolider si nous voulons construire une économie digitale digne de ce nom en Europe. Les besoins et donc les investissements en infrastructures haut débit sont tels que seuls quelques acteurs ayant la taille suffisante auront les moyens financiers et humains de le faire.

A propos du digital : lors de nos rencontres avec les entreprises, une partie importante de l'entretien se concentre sur leur outil informatique. Nous voulons mesurer avec le management l'impact du monde digital, sa vision pour saisir les opportunités qui sont offertes, ou à l'inverse comment il compte faire face aux risques de désintermédiation. Tous les secteurs de l'économie sont touchés, les cartes sont rebattues et les modèles économiques sont bouleversés. Adidas veut faire 25% de son chiffre d'affaires directement sur son propre site web et semble ne pas pouvoir ménager durant cette transition ses distributeurs en place. Certains fabricants de matériel de bricolage font déjà 25% de leurs ventes directement sur internet sans que leurs distributeurs ne puissent y faire quoi que ce soit ! Autre exemple : les petites entreprises de services aux ascenseurs ne pourront pas offrir, comme Kone, un service de maintenance à distance avec monitoring de l'usure des pièces via une app. Le chantier informatique et industriel est trop lourd lorsque l'on n'a pas la taille critique. Les plus forts deviendront encore plus forts ! Ce qui a changé ? C'est que pour être le plus fort désormais il ne faut plus être le plus gros : Il faut être agile. Pour être agile, il est nécessaire d'avoir sa propre équipe informatique qui doit être capable de bien comprendre le métier, les besoins des clients, les contraintes industrielles et logistiques. Etre capable de développer son site commerçant soi-même et savoir y attirer les clients. Il est primordial de ne plus dépendre comme avant d'une société de services informatiques à qui l'on sous-traite le sujet. Ceux qui l'ont compris prennent de l'avance et construisent des équipes de développeurs en interne qui font le lien avec l'outil informatique de gestion historique, possible uniquement quand celui-ci est ad-hoc. Le patron de l'informatique n'a plus la seule fonction de back office. Il est devenu la clé du front office moderne et le partenaire du business. Cela pourrait sembler être du bon sens mais croyez nous, beaucoup de chefs d'entreprises que nous croisons ne trouvent pas les hommes pour exécuter ou, dans le pire des cas, n'ont pas encore saisi l'urgence de la situation et du bouleversement qui les attend. Cette vision nous l'appliquons aussi chez nous et continuons d'investir dans les hommes ayant ces compétences pour améliorer nos outils et construire des systèmes plus robustes et sécurisés.

L'entreprise suédoise de distribution de vêtements Hennes & Mauritz (H&M) est frappée de plein fouet par ce phénomène. Nous étions short depuis mars 2015 mais venons de prendre nos bénéfices après un gain d'un peu plus de 50%. Nous trouvons que leur course à l'ouverture de magasins va contre le cours de l'histoire, que leurs chiffres étaient présentés de façon flatteuse et que le dividende n'était pas couvert par les cash-flows sur 5 des 6 dernières années. La dernière présentation du PDG nous laisse penser qu'il a maintenant pris conscience du

---

Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle 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.



problème et qu'il veut mettre en place une véritable stratégie omni canal. Espérons pour eux qu'il ne soit pas trop tard et que leur parc de plus de 4000 magasins ne sera pas un leste fatal pour le compte de résultat.

Nous venons aussi de couper notre short sur Technip. La bourse avait applaudi de façon exagérée selon nous leur fusion avec l'américain FMC. Les synergies de cette opération ne pouvaient à elles seules compenser l'effondrement des investissements dans le pétrole offshore.

Dans notre lettre de juillet 2016, nous présentions notre investissement dans Zodiac. « ...Nous pensons cependant que nous n'aurons pas le temps de revoir ce niveau de marge car Zodiac se fera sûrement racheter avant. Les familles historiques actionnaires de Zodiac se rendent probablement compte, comme nous, que l'équipe de management actuelle qui a eu la vision de construire des positions de leader mondial dans des niches n'a peut-être pas le sens du détail opérationnel nécessaire au nouveau Zodiac plus gros et plus complexe. L'industrie a besoin de consolider ses fournisseurs et œuvrera dans ce sens. Safran est l'acquéreur logique. » Safran a effectivement annoncé le 24 mai 2017 son intention de racheter Zodiac au prix de 25€ sans compter malheureusement sur quelques couacs opérationnels supplémentaires qui ont vu le PDG être remplacé et le prix révisé à la baisse.

### **Développement :**

Notre équipe a connu un premier départ non souhaité depuis la création de BDL au premier trimestre. Guillaume Falguière qui était avec nous depuis 2009 a décidé de changer de parcours professionnel. Nous lui souhaitons bonne chance.

Quand vous confiez une partie de votre capital, à une société de gestion indépendante comme la nôtre, c'est aussi parce que vous pensez que nous ferons les bons choix pour BDL Capital Management qui auront ensuite des répercussions positives sur la performance des fonds BDL Rempart Europe et BDL Convictions dans lesquels vous investissez.

Faire les bons choix pour nous c'est avoir des investisseurs qui partagent nos valeurs d'investissements fondamentaux sur le long terme. Mais c'est aussi de faire en sorte que l'équipe de gestion soit la meilleure possible. Intègre, travailleuse et toujours curieuse d'approfondir ses connaissances industrielles. Lors d'une de ses visites régulières, un de nos investisseurs historiques nous a demandé pourquoi nous continuions en permanence à recruter et former de nouveaux analystes. Nous avons en effet formé plusieurs jeunes sans toujours pouvoir les confirmer. Nous pensons devoir continuer dans ce sens. Etre un bon analyste c'est difficile. Il faut, entre autres, être un bon directeur financier pour comprendre les chiffres. Etre un bon PDG potentiel

---

Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle 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.

pour comprendre les enjeux de l'industrie que l'on couvre. Avoir suffisamment d'empathie et de connaissances pour que les managements que nous rencontrons aient envie de partager avec nous les forces de leur entreprise mais aussi ses faiblesses qu'ils s'attachent à corriger. Avoir suffisamment de répondant pour ne pas avaler toutes les couleuvres qui peuvent nous être présentées. Enfin, savoir s'intégrer, travailler en équipe et ne pas trop souffrir de la pression des marchés financiers. Ce n'est qu'après quelques années qu'un bon analyste révèle tout son potentiel.

Nous sommes certains qu'Alexandre Phily qui a rejoint notre équipe d'analyse en début d'année relèvera ce défi avec succès.

Hughes Beuzelin et l'équipe de BDL Capital Management

Lettre achevée d'être rédigée le 6 juillet

---

Cette lettre de gestion est destinée à la clientèle professionnelle, si vous pensez être un client non professionnel merci de vous rapprocher de votre interlocuteur habituel.. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle 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.