

Chers co-investisseurs,

L'équipe de BDL Capital Management vous souhaite une bonne année 2017. Nous vous remercions encore pour votre confiance, votre fidélité et même votre patience cette année ! Vous nous confiez désormais plus de 1,6 milliard d'euros.

2016 ne nous aura apporté que très peu de satisfaction sur le plan des investissements comme vous pouvez le constater sur le tableau récapitulatif ci-dessous de la performance des fonds.

	2016*	2017 YTD**	Depuis la création 07/09/2005	Depuis la création 25/03/2014	Depuis la création 12/09/2008
BDL Rempart Europe C	0.81%	0.69%	66.63%	NA	NA
BDL Rempart Europe I	1.48%	0.71%	NA	14.23%	NA
BDL Convictions	5.85%	1.42%	NA	NA	143.55%
MSCI World***	5.32%	1.82%	46.08%	7.70%	38.96%
SXXR	1.73%	1.13%	NA	NA	65.79%
CAC 40	4.86%	0.98%	9.44%	13.02%	13.32%

*performance de BDL Rempart Europe au 28/12; Performances de BDL Convictions, SXXR MSCI et CAC au 30/12

**performance de BDL Rempart Europe au 04/01; Performances de BDL Convictions, SXXR MSCI et CAC au 06/01

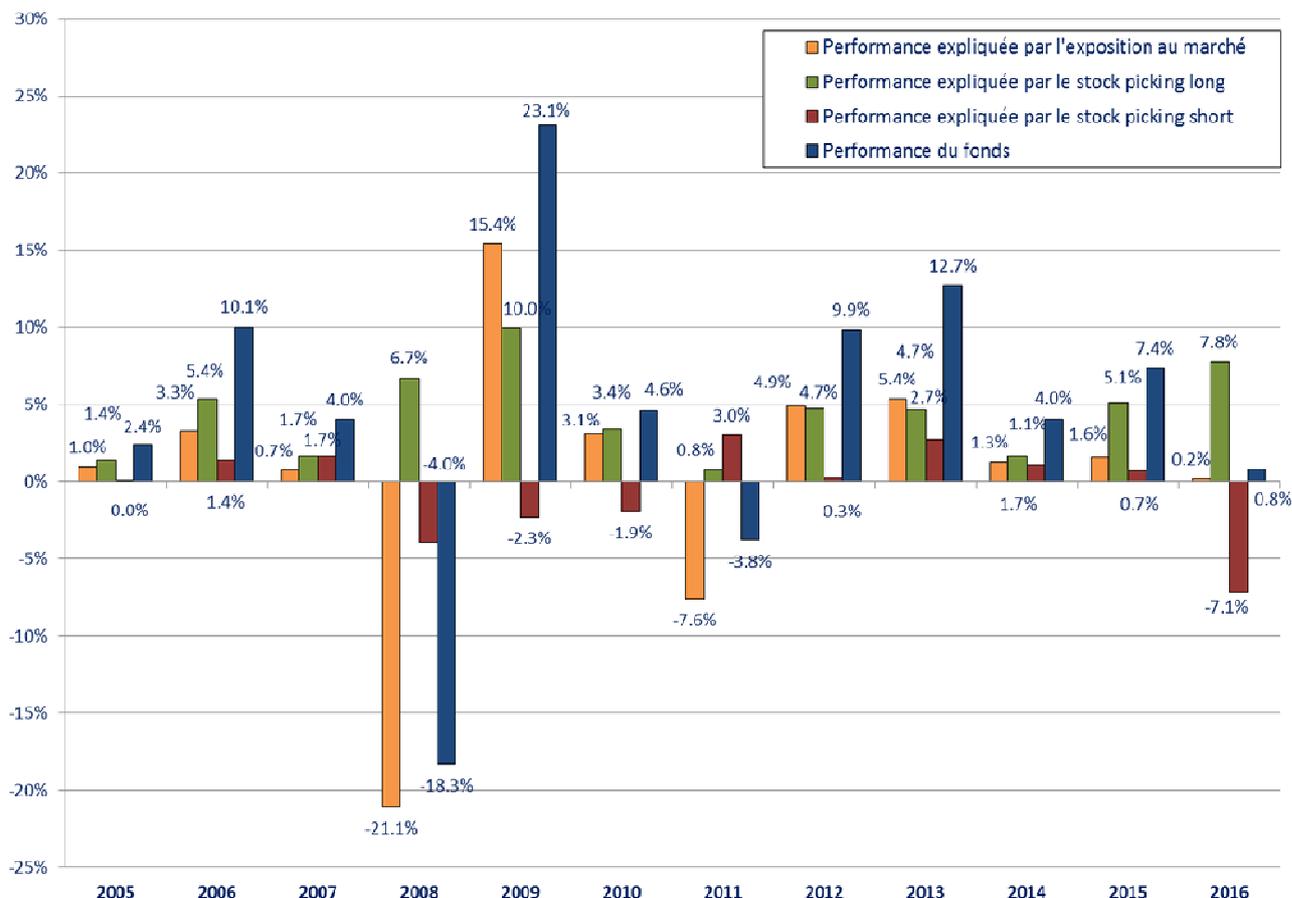
*** performance en USD

Source : Bloomberg et BDL Capital Management

L'analyse de la performance de BDL Rempart Europe montre encore cette année, comme depuis la création du fonds, que notre processus d'allocation du capital nous permet de sélectionner à la hausse des entreprises dont le cours de bourse fait mieux que le STOXX 600 (histogramme vert en positif). Ce n'est pas un objectif en soi mais le fait d'avoir généré cette surperformance 12 années sur 12 peut être souligné. Les satisfécits s'arrêtent ici car la performance absolue n'est pas à la hauteur de nos et vos attentes. Cette année 2016, que nous annonçons dans notre lettre de janvier 2016 comme l'année du « Long/Short Paradise », s'est avérée être un véritable borbier. Nos résultats sur nos investissements à la baisse sont les plus mauvais depuis la création (histogramme rouge en négatif). Une bonne partie de l'explication de ce revers vient de nos investissements à la baisse sur les entreprises minières. Nous avons réduit cette exposition mais notre vue négative sur l'immobilier chinois n'a pas changé.

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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 pour le fonds BDL Rempart Europe

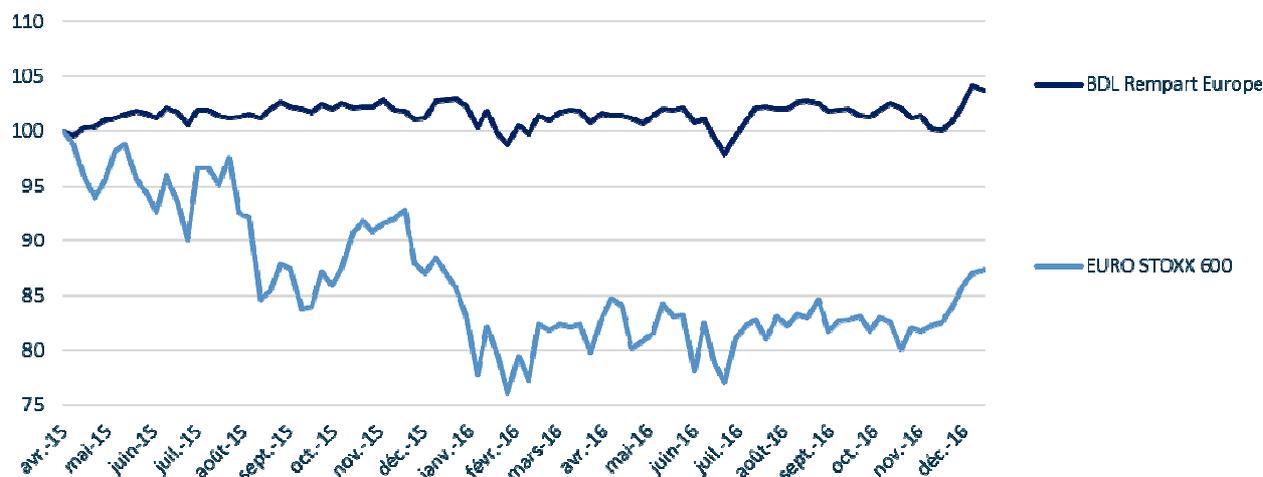


Source : BDL Capital Management

Gagner de l'argent en étant vigilant sur notre patrimoine reste notre règle numéro un. BDL Rempart Europe est en hausse de +3.70% (au 28/12/2016) depuis le plus haut du Stoxx 600 (le 15/04/2015) qui est lui en baisse de -12.69% sur cette même période.

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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.

BDL Rempart Europe vs. le plus haut du marché
(du 15/04/2015 au 28/12/2016)



Source : Bloomberg et BDL Capital Management

BDL Convictions, qui réplique la poche longue de BDL Rempart Europe, continue de profiter de notre expertise sur le long/short : payer le bon prix, éviter les choix relatifs, investir sur le long terme sans suivre les modes et les tendances, exclure les bilans fragiles, les comptes manipulés et les managements de moindre qualité. BDL Convictions se classe dans le top 5% sur 5, 3 et 1 an sur le millier de fonds qui investit en Europe (classement Morningstar Actions Europe Grandes Cap Mixte).

Notre meilleur investissement long en 2016 sur lequel nous avons gagné 50% est BBA Aviation. BBA est le plus grand réseau mondial d'aéroports privés. Nous avons présenté le cas d'investissement lors de notre lettre de janvier 2016.

Notre meilleur investissement short sur lequel nous avons gagné un peu plus de 30% a été Novozymes. Novozymes est une entreprise danoise. C'est le leader mondial dans la production d'enzymes qui sont utilisées dans des applications aussi variées que la fabrication de lessives, l'industrie agro-alimentaire ou encore la fabrication de bioéthanol. Typique de la bulle engendrée par les politiques monétaires sur ce type d'entreprise, la valorisation de Novozymes était restée stratosphérique malgré un enchaînement de cinq avertissements à la baisse sur la croissance des revenus depuis juillet 2015. Le dernier ajustement des prévisions bénéficiaires a été fatal au cours de bourse.

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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.

Etat des lieux :

Comme chaque année, nous profitons de cette lettre de janvier pour faire le point sur les perspectives. Il est important de rappeler que nous investissons au cas par cas, entreprise par entreprise, modèle économique par modèle économique, management par management, valorisation par valorisation et que le rapide résumé que nous présentons ci-dessous ne représente pas notre vue sur ce que vont faire les indices boursiers en 2017 car nous n'en avons aucune idée.

Depuis le mois de juillet 2016 et globalement les points bas des rendements obligataires, les marchés actions subissent une rotation sectorielle et factorielle très forte qui va au-delà même de ce que nous avons identifié l'année dernière et dont nous n'avons pas su tirer parti dans notre « Long/Short paradise ». Nous avons, par contre, eu l'occasion de déployer du capital sur des entreprises de qualité, prises dans les méandres des effets techniques de la gestion passive. Beaucoup de choses sont écrites sur la gestion passive, sur son succès et son essor par rapport à la gestion active (dont BDL fait partie). Selon nous, la gestion passive est fondamentalement une stratégie basée sur le momentum. En d'autres termes, plus le cours de l'action d'une entreprise monte et plus son poids devient important dans les indices. Plus son poids augmente dans les indices et plus la gestion passive doit investir. Le phénomène s'autoalimente et s'amplifie. Le cours de bourse continue ainsi de monter jusqu'à se détacher de toute réalité économique, poussé par des facteurs techniques. Loin de considérer le développement de la gestion passive comme un risque pour notre métier, nous pensons, au contraire, que c'est une aubaine. Toutes ces aberrations créent des opportunités !

La thématique des flux était un point d'inquiétude pour nous en 2016. En effet, l'énorme flux de capitaux qui, à la recherche d'un peu de rendement, était arrivé sur les actions européennes au 1er trimestre 2015, est reparti en 2016. Cet aspect technique est maintenant corrigé. Nous sommes beaucoup plus sereins d'investir sans cette pollution venue des flux hyper spéculatifs.

Flux vers les actions européennes (en millions de USD)



Source : BofA Merrill Lynch et BDL Capital Management

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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.

Après six années sans croissance des bénéfiques, nous pensons que 2017 sera le retour à la croissance des bénéfiques pour les entreprises européennes. Nos prévisions de croissance du chiffre d'affaires dans les 500 modèles que nous tenons à jour sont très faibles et nous pensons que s'il y avait des révisions, elles seraient désormais à la hausse. Il est d'ailleurs crucial que ce soit le cas car tous les feux ne sont, pour autant, pas au vert. Les valorisations des marchés européens restent sur des points hauts. Nous n'écartons toujours pas le risque de ralentissement brutal de l'économie chinoise (ils ont encore réussi à repousser le problème via la dette en 2016) et nous investissons dans un cadre européen qui reste fragilisé par le Brexit. Nous privilégions, plus que jamais, les investissements dans les actifs du Nord de l'Europe. Il nous arrive parfois de passer notre tour sur certains actifs du Sud car nous n'écartons plus dans nos analyses le risque de redénomination monétaire à moyen terme.

Valorisation du MSCI Europe



Source : JPMorgan

Investissements :

Nous sommes de retour en force sur le secteur des télécoms. Nous avons profité de la rotation sectorielle impactant les valeurs défensives ou dites « sensibles à l'évolution des taux d'intérêt » pour redéployer environ 15% de nos capitaux sur les entreprises de télécoms européennes. Le chiffre d'affaires du secteur ne baisse plus, l'intensité capitalistique se stabilise, la marge monte et la croissance revient. Nous sommes actionnaires d'opérateurs convergents fixe et mobile et propriétaires de leurs réseaux : Telecom Italia, Orange, Deutsche Telekom, Vodafone et Telekom Austria.

British American Tobacco (BAT) : c'est le deuxième fabricant mondial de cigarettes (Rothmans, Lucky Strike...). C'est une industrie au pricing power inégalé. Les Etats sont accoutumés aux taxes perçues sur le tabac comme les consommateurs à la nicotine. Les hausses de prix compensent plus que largement les baisses de volume.

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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 nouvelles technologies de consommation du tabac, comme la cigarette électronique, mais surtout le Heat not Burn, que nous avons essayé au bureau et qui n'est pas encore commercialisé en France, représentent des optionalités intéressantes. La sensation du HnB est très proche de la vraie cigarette mais avec 90% de nocivité en moins. Cette nouvelle façon de fumer a déjà pris plus de 5% de part de marché au Japon où elle a été lancée en premier au printemps 2016. Le déploiement planétaire se fera progressivement le temps de mettre en place les capacités de production.

L'opportunité est arrivée, grâce à la rotation sectorielle, mais aussi grâce à l'arbitrage lié au deal Reynolds : BAT a lancé une offre sur les 58% de Reynolds qu'il ne détient pas encore.

Heat not Burn, Glo (BAT)



E Cig, Pebble (BAT)



Innogy et Uniper : Enfin ! C'est le soulagement que nous avons ressenti lors de la séparation de ces deux entreprises de leurs maisons mères RWE et E.ON. La partie nucléaire, les incertitudes et les problèmes restent avec les mères. Les filles, dont nous sommes devenus actionnaires, prennent les bons actifs avec les bons managements. Un grand classique dans ce genre d'opérations. Avec Innogy, nous investissons dans le réseau électrique allemand et le renouvelable. Uniper est une option, selon nous trop bon marché pour être ignorée, sur une galaxie d'actifs de production et de stockage à la rentabilité aujourd'hui écrasée.

Nos nombreux travaux sur l'industrie de l'optique nous ont amenés à investir à la baisse sur Luxottica. C'est le leader mondial de la fabrication et la distribution de lunettes. C'est entre autres le propriétaire des marques Ray-Ban, Oakley et Persol. Les chaînes des magasins de Luxottica subissent, comme le reste des industries dans la distribution, une pression accrue sur les marges par les ventes sur internet. La planète tout entière porte déjà des Ray-Ban dont les ventes sont désormais en baisse depuis deux trimestres. La croissance des ventes avait récemment été spectaculaire passant de 1 600 millions en 2012 à 2 250 millions en 2016. L'entreprise a changé trois fois de PDG en deux ans et l'actionnaire principal de 81 ans a dû reprendre les manettes. La valorisation du cours de bourse est extravagante à 25x les bénéfices 2017 et 3,4% de FCF yield.

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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.

Développement : Grâce à votre confiance, nous continuons de développer notre outil industriel. Nous sommes désormais 27 collaborateurs dont 12 analystes presque tous formés en interne. Ce qui fait de BDL Capital Management, selon nos informations, la plus grosse équipe indépendante à Paris investissant sur une même stratégie. La promotion 2016 compte 3 nouveaux analystes dont le dernier arrivé est Aymeric Mellet. Camille de Labeau renforce notre équipe de développement.

Nous passons toujours beaucoup de temps au contact des entreprises. Notre équipe a rencontré plus de 1000 entreprises en 2016 dans nos bureaux, dans des conférences, dans des journées investisseurs ou des visites sur site que nous organisons.

Notre passion est de visiter des usines, étudier les stratégies et analyser les forces et faiblesses des uns et des autres afin de comprendre comment réfléchissent les hommes et femmes à qui nous confions notre capital. Au fil des ans et des rencontres, nous avons réussi à tisser des relations fortes et de confiance à travers l'Europe avec les équipes dirigeantes.

Après trois années de travaux et de recherche dans un fonds laboratoire interne, nous lançons la commercialisation, sous la responsabilité de Maxime Hayot et Romain Mayer, du fonds Global-Macro « Durandal ». Nous pensons que c'est le développement intelligent de synergies entre nos travaux d'analyse au niveau micro-économique et les grands thèmes macro-économiques ou géopolitiques de la planète. Cette approche nous semble particulièrement pertinente au moment où l'économie réelle pourrait reprendre le pas sur les banques centrales. Durandal investit en ce moment pour bénéficier de la baisse des obligations souveraines.

Hughes Beuzelin et l'équipe de BDL Capital Management

Lettre achevée d'être rédigée le 10 janvier

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. Cette lettre de la gestion a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques des fonds. Elle ne doit être ni transmise, ni copiée, ni reproduite. Elle ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Les performances passées des fonds ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. 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.