

A Paris, le 31/10/2018

Point de marché et point de gestion de Pluvalca Disruptive Opportunities (Part A)

Pluvalca Disruptive Opportunities est investi essentiellement en actions européennes avec une approche multithématique. L'ambition du fonds est de s'exposer à tous les secteurs d'activité concernés par des changements profonds provoqués par les innovations récentes et les ruptures technologiques. Nous avons ainsi identifié une dizaine de thématiques/secteurs (de l'Industrie 4.0 aux semiconducteurs en passant par les « medtechs » ou encore les paiements) qui concernent les enjeux majeurs de notre époque : digitalisation, automatisation, informatique et big data, Intelligence Artificielle etc. L'exposition à chacune de ces thématiques est la résultante de notre analyse fondamentale et du potentiel d'appréciation identifié pour chacune des sociétés remplissant nos critères de la « disruption ».

Au regard de la violente consolidation observée sur les marchés et de la sous-performance relative du fonds depuis début septembre, il nous apparaît important de faire un point détaillé sur les causes de cette sous-performance mais également de partager notre point de vue sur l'environnement actuel et de préciser notre positionnement dans ce contexte.

Bien qu'actuellement la configuration des marchés reste défavorable à notre style de gestion, marché très momentum dans un contexte macroéconomique incertain, nous restons persuadés qu'à moyen long terme, les atouts de notre approche seront porteurs de succès : la connaissance profonde des dossiers en portefeuille, une proximité avec les managements des sociétés, la validation de nos scénarios de croissance et la valorisation par une analyse fondamentale rigoureuse. En même temps, la complexité du monde d'aujourd'hui ainsi que les nouveaux débouchés qui s'ouvrent aux sociétés grâce aux innovations et progrès technologiques devraient soutenir la croissance structurelle de nos thématiques « disruptives » dans les années à venir.

1. Performance du fonds Pluvalca Disruptive Opportunities

A la clôture des marchés le 26 octobre 2018, le fonds affiche une baisse de -13,6% YTD contre -10,8% pour l'indice EuroStoxx Small ; -10,4% pour MDAX ou encore -20,2% pour CAC Small.

Alors que le fonds affichait une hausse sur 2018 de +6,6% à fin août (EuroStoxx Small -0,6% ; MDAX +2,7%, CAC Small -3,7%), les mouvements de baisse violents observés sur quelques secteurs de la cote (semiconducteurs, automobile/équipementiers auto) se sont répandus à quasiment toute la classe « small et mid caps » avec les corrections les plus marquées sur les petites valeurs de croissance et technologiques au sens large. Dans ce contexte, la baisse du fonds de -4,9% en septembre s'est accélérée en octobre (-14,9% entre le 01/10 et le 26/10), entraînant une sous-performance du fonds par rapport à son indice de référence EuroStoxx Small (-9,3% entre le 01/10 et le 26/10).

Fonds/Indexe	Performance ytd au:		
	26-oct-18	30-sept-18	31-août-18
PDO (Part A)	-13,6%	1,4%	6,6%
EuroStoxx Small	-10,8%	-1,7%	-0,6%
MDAX	-10,4%	-0,8%	2,7%
CAC Small	-20,2%	-7,4%	-3,7%
CAC40	-6,5%	3,4%	1,8%
Eurostoxx 50	-8,3%	-0,6%	-0,9%

Source: Thomson Reuters, Financière Arbevel

2. Ralentissement probable mais aucunement une récession...

Ces derniers mois, les incertitudes relatives à la fin de la perfusion monétaire par le resserrement des conditions financières, la montée du protectionnisme entraînant une guerre commerciale notamment entre les Etats-Unis et la Chine, l'issue du Brexit ou de la situation budgétaire de l'Italie en Europe font peser un risque sur la trajectoire de la croissance mondiale. Ces risques ont gagné en intensité ces dernières semaines et précipité les marchés à anticiper le pire des scénarios : une récession mondiale.

Nous retenons que le FMI a abaissé ses prévisions de croissance mondiale à 3,7% pour 2018. Il s'agit certes d'un ralentissement mais la récession nous semble peu probable. Nous sommes conscients que les risques à la baisse sur la croissance sont réels, d'autant que certains facteurs ont accentué le rythme de la décélération. La hausse des coûts des matières premières et certaines tensions sur le marché du travail (turnover en hausse, difficultés de recrutement et inflation salariale) font craindre que les niveaux de rentabilité des entreprises aient atteint leurs pics.

L'introduction de nouvelles normes environnementales en Europe dans le secteur automobile a fortement perturbé certains constructeurs notamment allemands, et par conséquent de nombreux industriels présents sur la chaîne de valeur (équipementiers, semi-conducteurs, etc...). La fin d'incitations fiscales en Chine a également eu des conséquences sur le troisième trimestre avec un recul de la production sur cette zone, entraînant la plupart des acteurs du secteur à émettre des warnings sur la fin de l'année.

Mais le principal moteur de la zone euro, la demande domestique, continue d'alimenter la croissance. Elle reste soutenue par des conditions financières et un marché de l'emploi toujours favorable ainsi qu'une hausse des revenus des ménages. La croissance ne sera peut-être pas de 2,4% comme en 2017 mais un niveau de 1,5% nous semble être un plancher raisonnable pour l'année prochaine. Coup de frein oui, coup d'arrêt non.

Aux Etats-Unis, on dit l'économie à bout de souffle. Elle est plutôt en surchauffe, n'en déplaise à son président. La hausse des droits de douane est venue stimuler une inflation domestique déjà sur une tendance haussière. La croissance devrait accrocher les 3% cette année et la trajectoire monétaire nous semble toute tracée. La Fed ne tient donc pas tête à Donald Trump ; elle fait juste son job ! La hausse des taux longs maintes fois annoncée s'est matérialisée et les acteurs de marché font mine de ne pas l'avoir anticipée. Si le secteur immobilier a commencé à ralentir, le risque d'un violent coup de frein sur la croissance nous paraît là encore exagéré.

Au global, si la situation économique mondiale s'est complexifiée, rien ne justifie selon nous des réactions aussi excessives sur les marchés actions.

Par ailleurs, au regard de la forte correction des marchés actions au mois d'octobre, nous aurions pu craindre une saison des publications trimestrielles décevante. Même si le ralentissement de la croissance bénéficiaire se poursuit en Europe (notamment dans l'automobile et les secteurs liés à l'automobile), nous sommes loin des niveaux défaitistes que pourrait suggérer la méfiance des marchés. Ainsi, selon le courtier Exane, sur les 125 sociétés en Europe ayant publié leurs résultats pour le 3^e trimestre au 26 octobre, 35% ont battu les attentes du consensus. Certes, cela est moins important que les 44% observés lors des trois trimestres précédents, mais en même temps le pourcentage des publications inférieures aux attentes est ressorti à 25%, contre 29% au T2 2018 ou encore 28% au T1 2018.

3. Aucune thématique épargnée dans le mouvement de consolidation

L'analyse de la composition du portefeuille démontre que toutes les thématiques ont corrigé par rapport au plus haut du fonds enregistré le 14 juin 2018, avec des baisses médianes allant de -5% pour le paiement jusqu'à -36% pour les semiconducteurs et -33% pour l'industrie 4.0. Ces mouvements sont encore plus prononcés lorsqu'on observe la performance médiane de chaque poche par rapport aux plus hauts observés au cours des 52 dernières semaines pour chacune des valeurs. Ces consolidations sont pour la grande majorité déconnectées des fondamentaux des entreprises et semblent anticiper une récession plus qu'un ralentissement économique.

Secteur/thématique	Poids PDO 26/10/2018	Nombre de titres	Performance médiane ytd	Performance médiane depuis 14/06	Performance médiane depuis les plus hauts -1 an
Semi-conducteur / Mobilité	8,0%	6	-33%	-36%	-46%
Paiement	5,3%	2	43%	-5%	-19%
Med Tech	4,2%	5	11%	-18%	-22%
Internet / E-commerce	9,8%	8	2%	-12%	-23%
Industrie 4.0	19,6%	18	-34%	-33%	-41%
Communication / Digital Advertising	9,1%	9	-24%	-30%	-38%
Cloud / Software / Cyber security	11,9%	14	-18%	-28%	-35%
Entertainment / Content	4,6%	4	26%	-18%	-22%
Biotech	4,7%	6	-13%	-17%	-35%
Autres	2,6%	7	-18%	-29%	-34%

Source: Thomson Reuters, Financière Arbevel

Ce tableau concerne seulement les titres au portefeuille au 26/10/2018 (les indicateurs de performance excluent les titres cédés en cours de l'exercice)

4. Consolidation marquée même pour les « bons élèves » ...

La performance médiane est restée positive dans quatre de nos thématiques au 26/10 : le paiement, les medtechs, l'internet et le contenu digital. Ceci n'a malheureusement que partiellement compensé les fortes baisses observées dans les poches les plus représentées (Industrie 4.0, semiconducteurs, communication ou software/cyber sécurité).

Il est intéressant de noter que les sociétés ayant confirmé voire relevé leurs guidances annuelles n'ont pu échapper à la forte correction, confirmant ainsi le de-rating généralisé des petites et moyennes capitalisations, souvent exacerbé par le manque de liquidité sur les marchés.

Sociétés du Top 10 du portefeuille ayant confirmé/relevé leur guidance en 2018	Poids PDO 26/10/2018	Performance YTD	Performance depuis le plus haut -1 an	Contribution perf YTD
Wirecard	3,2%	71%	-20%	1,60%
Jenoptik	2,3%	-5%	-34%	-0,26%
Kion	2,2%	-31%	-37%	-0,94%
Lumibird	2,2%	70%	-33%	0,81%
Devoteam	2,1%	22%	-23%	0,22%
Worldline	2,1%	14%	-19%	0,13%

Source: Thomson Reuters, Financière Arbevel

5. Sévère pour les « derniers de la classe »

Les sociétés qui ont averti sur leurs résultats ont été sévèrement punies, entraînant des baisses de cours allant jusqu'à -60/70% depuis le début de l'année. Alors qu'il nous semble normal de voir les multiples de valorisation des sociétés en forte croissance s'ajuster en cas de déception, les corrections observées sur certains titres nous paraissent exagérées. Les cours actuels impliquent souvent un scénario d'une récession sévère en 2019 - 2020 ou encore une remise en cause totale des business modèles de ces mêmes entreprises.

A titre d'exemple, nous analysons ci-dessous les contre-performances observées sur trois dossiers avec la contribution à la performance du fonds YTD.

- **SLM Solutions (Poids 26/10 : 1,2% / Performance YTD : -71% / Contribution : -1,8%)**

Après une année 2017 faste en termes de gains de nouveaux contrats (plusieurs contrats confirmant l'adoption de sa technologie à l'échelle industrielle), le spécialiste de l'impression 3D a souffert d'un démarrage difficile au cours des six premiers mois de l'année (prises de commandes -19% yoy, chiffre d'affaires +2% yoy). Malgré une légère accélération observée au cours du deuxième trimestre et un indicateur avancé des ventes en hausse de 23% à la fin juin 2018, la société a abaissé sa guidance de chiffre d'affaires annuel à 115-125 M€ (contre environ 125 M€ préalablement, soit une réduction de près de 4% en milieu de la fourchette), en anticipant un potentiel retard de livraison sur quelques contrats signés l'an dernier, notamment en Chine. Alors que la performance annuelle de la société dépendra plus que jamais de son quatrième trimestre (40 -50% du chiffre d'affaires annuel historiquement et d'autres retards ne sont pas à exclure dans l'environnement actuel), nous n'anticipons pas une annulation de ces contrats et les annonces lors de l'important salon de l'impression 3D ayant lieu au mois de novembre pourraient donner quelques couleurs à ce titre dont le multiple de valorisation prospective – valeur d'entreprise/chiffre d'affaires – est passé de 5,8x en début d'année à 2,0x actuellement.

- **Asetek (Poids 26/10 : 1,2% / Performance YTD : -56% / Contribution : -1,2%)**

Le spécialiste danois des solutions de refroidissement des PC par liquide a souffert de la déception commerciale de sa collaboration avec Intel qui l'a contraint à réduire sa guidance annuelle pour le segment naissant des « datacenters » au mois d'avril (prévision passée de 8-9 M€ à 5 M€ estimé pour 2018, pour une activité représentant moins de 10% de l'activité du groupe). Malgré cette déception qui ne fait que retarder le démarrage de l'activité datacenters, les estimations au niveau du groupe n'ont bougé que marginalement car l'activité historique du groupe continue à bénéficier de l'essor de l'E-sport et du gaming entraînant une hausse de la guidance pour ce segment à deux reprises en 2018. Malgré les incertitudes liées à l'impact de la guerre commerciale sur l'activité du groupe (impact pourtant indirect, car les produits finaux des clients d'Asetek sont exportés de la Chine vers les Etats-Unis ou Europe), la chute du cours de bourse de plus de 50% YTD intègre un scénario bien noir pour les années à venir, ignorant l'aspect de croissance structurelle lié aux besoins de solutions de refroidissement plus efficaces et écologiques pour les PC, les « datacenters » ou bien d'autres secteurs d'activité.

- **Dürr (Poids 26/10 : 2,1% / Performance YTD : -46% / Contribution : -1,1%)**

Avec environ 55% de son activité liée au secteur automobile (constructeurs et équipementiers), le spécialiste de l'ingénierie industrielle a connu un premier semestre relativement faible en termes de croissance du chiffre d'affaires et du carnet de commandes (aussi impacté par la décision du groupe de se focaliser sur les clients profitables dans son activité principale Paint & Final Assembly), qui l'ont amené à abaisser ses perspectives annuelles vers le bas de la fourchette initiale au mois de juillet. L'abaissement de la guidance intervenu au mois d'octobre (marge EBIT du groupe 5,8%-6,3% contre 7,0-7,5% auparavant) intègre beaucoup d'éléments exceptionnels liés à la réorganisation dans les filiales Homaq (machines pour l'industrie du bois) et CTS (activité cleantech) et ne concerne pas les activités liées à l'automobile dont les perspectives ont été confirmées (carnet de commandes, chiffre d'affaires, EBIT) malgré un environnement incertain. Si les perspectives 2020 n'intègrent plus une acquisition majeure à venir, nous trouvons que le groupe dispose de beaucoup de leviers en interne pour améliorer sa performance opérationnelle à moyen terme.

6. Quelques exemples récents démontrent que la correction a pu aller trop loin

Alors qu'il est difficile de se prononcer sur la suite des événements au regard du contexte macroéconomique et politique, il nous semble que quelques exemples des derniers jours démontrent que la correction sur certains dossiers est allée bien trop loin. On peut citer **KION**, le leader mondial de fabrication des chariots élévateurs et solutions logistiques, dont le cours a bondi d'environ 20% depuis la publication du T3 qui a confirmé la bonne santé du marché mondial des chariots élévateurs et une entrée de commandes toujours en hausse à deux chiffres dans les solutions logistiques (le titre étant en baisse de près de 47% avant la publication par rapport au plus haut touché au mois d'avril). Ou encore **ALTRAN**, qui a vu son cours divisé par deux depuis la découverte des problèmes comptables chez Aricent (acquisition récente d'ALTRAN) et qui a quelque peu rassuré en publiant un taux de croissance organique autours de 9% au T3, bien supérieur aux attentes du marché. Le titre a progressé de 27% lors des deux séances suivant la publication.

Achévé de rédigé par l'équipe de gestion le 31 octobre 2018.