

Un début d'année rassurant pour Financière Arbevel

En ce début d'année, nous souhaitons vous transmettre le ressenti des récentes conférences auxquelles nous avons assisté ainsi que préciser le positionnement de nos fonds.

Nos équipes de gestion ont participé au séminaire small et mid cap Oddo à Lyon qui a réuni près de 250 sociétés, à une conférence au Danemark, une autre à Francfort et une autre en Suisse. Nous proposons également un feedback de la conférence JP Morgan de Biotechnologies à San Francisco.

Feedback Séminaire Oddo... Pas de réels changements de tendances au 4^{ème} trimestre

Comme chaque année, l'équipe de gestion collective de Financière ARBEVEL s'est rendue au Midcap Forum d'Oddo qui a lieu à Lyon et où près de 250 sociétés étaient présentes, dont 43% d'étrangères couvrant tous les secteurs d'activité.

Sept membres de l'équipe de gestion actions ont rencontré une petite centaine de sociétés.

Comme l'an dernier, le climat était, pour la plupart des sociétés, constructif, même si la prudence n'est jamais bien loin surtout pour les sociétés les plus cycliques.

Les principales informations que nous avons retenues sont les suivantes :

1. Une nouvelle fois, le consensus risque d'ajuster ses perspectives de croissances bénéficiaires dans les semaines qui viennent. En effet, ce consensus table sur 8% de croissance des BPA en 2020 tandis que les données « Top-down » militent pour une croissance comprise 0% et 4%, ce qui nous semble plus réaliste. Cet ajustement aura lieu lors des publications de résultats annuels dans les prochaines semaines.
2. L'inflation salariale et les difficultés de recrutement auxquelles faisaient face les sociétés depuis mi-2017, sont moins d'actualité. La moindre volatilité des matières premières est également un point favorable.
3. Les sociétés industrielles font, quand même, état du ralentissement mondial depuis quelques trimestres. Le quatrième trimestre, voire premier trimestre 2020, pourrait montrer un point bas pour ce type de société mais la situation en Allemagne reste compliquée à ce stade. A notre avis, la prudence dominera les guidances pour 2020.
4. Les valeurs de R&D externalisée continuent de bénéficier des différentes révolutions en cours et restent sur des tendances positives. Les valeurs de conseil ou de services informatiques voient,

comme l'an dernier, leur fortune aller de pair avec leur capacité à recruter. Le conseil, à l'instar de Wavestone, est cependant plus optimiste que l'an dernier à la même époque.

5. Les valeurs liées à la consommation ont, bien entendu, souffert du mouvement des grèves un an après les « Gilets jaunes ». L'environnement reste compliqué comme l'a montré récemment le warning du groupe Fnac.
6. Le M&A reste d'actualité et les sociétés font part de cette volonté de croître par acquisitions mais les cibles sont chères. Les prix du non coté ne se sont pas ajustés aux baisses observées sur les marchés en 2018 et la hausse de 2019 n'a pas suffi à compenser l'écart. Les bilans ne semblent pas une contrainte à ce stade.
7. Quelques sociétés restent portées par des dynamiques spécifiques et fortes. Soitec, Ekinops, ECA, Kalray, Mediawan sortent du lot selon nous.
8. Les secteurs dont les valorisations apparaissent comme les plus attractives, c'est à dire les secteurs automobile, média et distribution restent challengés ou en manque de visibilité.

Un point sur les conférences en Suisse, Allemagne et Danemark

Les trois conférences à Copenhague, Francfort et Zürich nous ont permis de rencontrer une soixantaine de sociétés. Les valeurs nordiques représentent une part importante de l'univers européen, et leur part dans notre fonds européen augmente, afin de profiter du dynamisme de ces sociétés scandinaves de taille moyenne. Leur ton reste optimiste. Les sociétés exportatrices, mais également les secteurs du trading de biens d'équipement ou encore le shipping, ont souligné leurs capacités à absorber le ralentissement actuel via leurs mesures d'efficacité opérationnelle et commencent 2020 nettement plus confiantes. Les sociétés industrielles allemandes continuent de souffrir par contagion du ralentissement de l'automobile et de l'incertitude relative au commerce mondial ; elles délivrent un discours prudent pour 2020. Les secteurs technologiques et défensifs restent des refuges. La Suisse bénéficie du poids des valeurs medtech et d'autres secteurs défensifs, tandis que beaucoup de sociétés offrent des moteurs de croissance propres très attrayants.

Feedback américain de la conférence biotech de JP Morgan

Cette année, la conférence a été un peu plus calme que les éditions précédentes. L'absence de grandes annonces de méga deals à quelques jours de la conférence ou pendant celle-ci n'a pas engendré « l'habituelle » effervescence. L'année précédente, l'annonce du deal BMS/Celgene pour 74 milliards de dollars juste avant la conférence, ainsi que l'acquisition de Loxo Oncology par Lilly pour 8 milliards de dollars avaient échauffé les esprits.

Rien de tout cela à cette conférence 2020. Plusieurs hypothèses ont été émises :

- L'attente par les Big Pharma des élections présidentielles américaines cette année
- L'attente également d'un retournement du marché pour lancer leurs opérations de M&A
- La « digestion » de la part des Big Pharma des nombreuses acquisitions réalisées en 2019 (on parle d'environ 250 milliards de dollars d'opérations de M&A).

- Des situations financières pour les sociétés solides, avec beaucoup d'argent disponible de la part des fonds américains, européens, mais également chinois qui deviennent des acteurs incontournables de cette industrie.

Nous avons participé à une présentation sur l'évolution du marché chinois, qui nous a permis de mesurer l'incroyable (ré)activité des acteurs de l'innovation en santé dans ce nouveau « méga-marché ». Il apparaît que les prix pratiqués pour les produits hautement innovants présentent un discount de 15 à 50% par rapport aux prix américains, les rapprochant ainsi des prix pratiqués en Europe. Cette donnée ouvre une perspective vertigineuse quand on intègre le nombre de patients potentiels dans ce nouvel eldorado pharmaceutique. Le cabinet LEK, qui a réalisé cette présentation, estime qu'à date, 80% de la population chinoise est désormais couverte par le système de santé/pharmaceutique.

Au-delà, le positionnement qui s'affirme est celui de « fast followers », les plus rapides du marché à emprunter les pas des leaders (américains pour l'essentiel) de l'industrie : cela se matérialise par des temps de mise sur le marché records par rapport à l'Europe et le reste du monde. A titre illustratif, il existe désormais trois produits similaires à Keytruda sur le marché chinois.

En synthèse, un JPM calme dans un environnement apaisé à quelques encablures de la campagne présidentielle et dans un contexte d'afflux régulier de capitaux liés au « Quantitative Easing ».

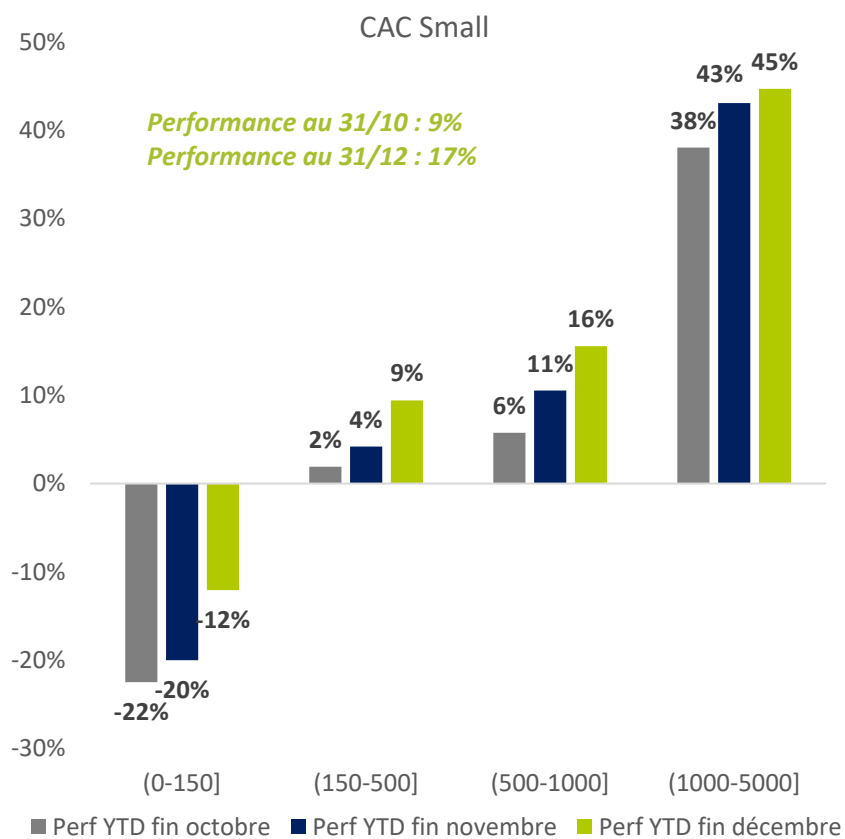
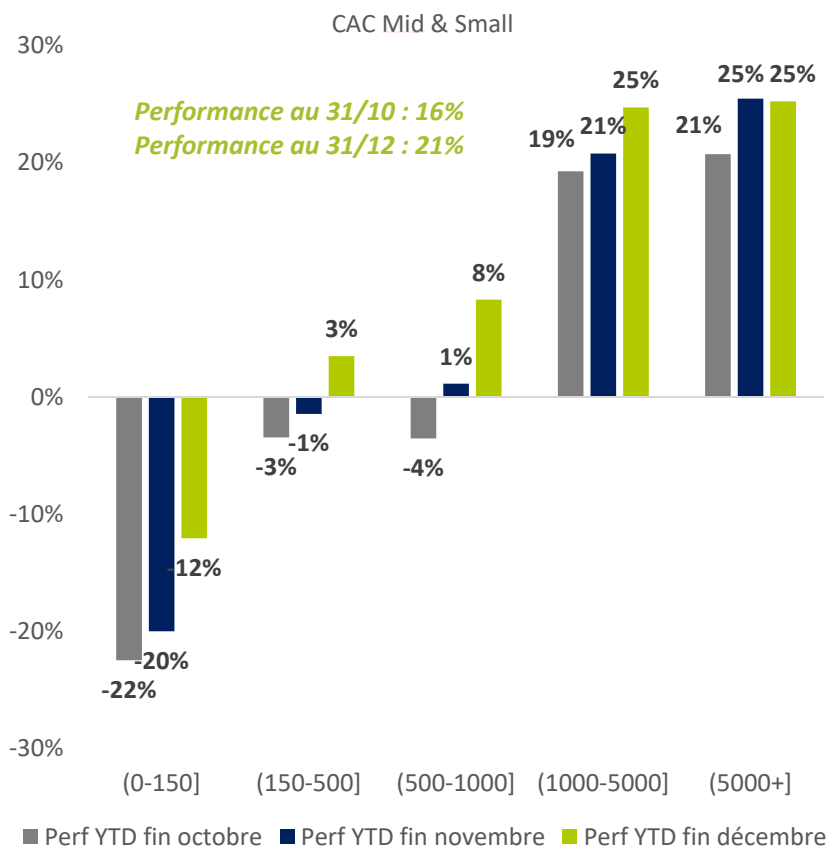
Quelques mots sur le positionnement des fonds en ce début d'année

La fin d'année a été marquée par l'avancée de négociations sino-américaines et les élections britanniques signant une confortable majorité pour Boris Johnson marquant ainsi la fin de l'incertitude politique du pays. Cela a été un moteur du rebond des valeurs cycliques et des plus petites capitalisations. Ces deux segments restent néanmoins particulièrement en retard malgré le rebond observé en novembre et décembre.

Le cadre que nous retenons cette année est celui d'une croissance probablement proche de son potentiel dans la plupart des zones avec des niveaux de marges également proches d'un pic des deux côtés de l'Atlantique. Nous attendons cependant une légère amélioration cyclique dans le courant du premier semestre 2020 avec le sentiment que le point bas est proche pour l'environnement industriel. Les derniers indicateurs PMI et ISM allaient dans ce sens mais l'incertitude liée au Coronavirus va prédominer à court terme.

Suite au re-rating des valeurs de croissance visible observé depuis 24 mois, il nous semble globalement préférable de privilégier les histoires spécifiques. La hausse des titres de croissance de qualité est proche de la limite acceptable compte tenu du chemin réalisé sur les taux d'intérêt dans le même temps.

La composante small caps de nos fonds a contribué négativement depuis mi-2017 du fait de la décollecte observée sur ce segment et d'une recherche à la fois de visibilité et de liquidité. Nous anticipons que le mouvement entamé mi-octobre pourrait se poursuivre.



Données au 31/12/2019.

Pluvalca France Small Caps

La surperformance des deux derniers mois de 2019 est liée à un rattrapage des capitalisations inférieures à 1 milliard d'euros qui représentent environ 35% du fonds, contre moins de 15% pour le CAC Mid & Small. Cette tendance pourra se poursuivre selon nous avec des flux entrants si la situation globale est perçue comme moins anxiogène.

Sur l'année 2019, comme indiqué dans les deux graphiques ci-dessus, la performance moyenne des capitalisations inférieures à 150 millions d'euros au sein de l'indice CAC Mid & Small est négative de l'ordre de 10% et légèrement positive lorsqu'on monte à 500 millions d'euros de capitalisation et au-delà. Le positionnement du fonds a donc été un handicap en 2019 comme en 2018. Cette tendance, qui a commencé au second semestre 2017, devrait selon nous s'inverser et justifie de conserver le biais small caps qui a été fortement créateur de valeur les années précédentes. Le retard cumulé sur les grandes capitalisations depuis l'été 2017 est estimé de l'ordre de 30%. On observe aujourd'hui une double décote pour le segment des petites et moyennes valeurs françaises cotées. Une première décote vis-à-vis des plus grosses capitalisations et une deuxième par rapport aux valorisations des transactions de Private Equity. Nous estimons que les opérations récentes comme Keyyo, ITS group, Weborama et même Iliad sont représentatives et devraient se multiplier en 2020.

Dans ce contexte, nous conservons notre philosophie de gestion basée sur une approche stock-picking en favorisant les histoires spécifiques de croissance à valorisation raisonnable et situation bilancielle saine.

Le fonds a initié récemment de nouvelles lignes sur :

- Pierre & Vacances, qui devrait présenter un nouveau plan stratégique suite à l'arrivée de son nouveau Directeur Général Yann Caillère devant permettre de remonter la rentabilité du pôle tourisme ;
- Ekinops, qui devrait poursuivre sa forte dynamique de croissance et son levier opérationnel suite au succès de l'acquisition de OneAccess et sa dynamique produit ;
- Wallix, qui voit sa croissance organique accélérer suite aux investissements commerciaux réalisés en Allemagne et aux Etats-Unis ;
- Coface, qui gagne en marge de solvabilité et pourrait accélérer le retour à l'actionnaire ;
- Quadient, dont la valorisation intègre déjà le ralentissement des métiers historiques, mais ignore les bénéfices de l'acquisition récente dans les logiciels.

Le fonds conserve encore aujourd'hui une structure équilibrée à la fois en termes de tailles de capitalisation, de styles d'investissement et de secteurs. Cet ADN reste plus que jamais d'actualité.

Pluvalca Initiatives PME

Nous conservons notre approche purement stock-picking sans contrainte de style ni limitation sectorielle. De façon générale, nous privilégions les valeurs offrant un track-record reconnu, un management de qualité, une structure financière solide et une valorisation attractive déconnectée des fondamentaux économiques.

Nous pensons qu'un retour de la liquidité sur cette classe d'actifs, quand il se matérialisera, pourrait entraîner un re-rating de nombreuses valeurs particulièrement décotées.

En ce début d'année, notre portefeuille se compose de 63 lignes, équilibré entre :

1. Des valeurs défensives à forte visibilité comme Esker, ECA ou Envea ;
2. Des sociétés offrant une exposition à des thématiques qui nous sont chères (5G, semi-conducteurs et digitalisation) et dont la dynamique pourrait accélérer rapidement, comme Ekinops, Soitec, Sword ou Microwave ;
3. Des sociétés plus cycliques dont la valorisation nous semble toujours injustifiée comme Trigano, Akwel ou Ipsos.

Par ailleurs, le retour du M&A (par des acteurs industriels ou des acteurs du Private Equity) pourrait être un catalyseur pour redonner confiance au marché. Nous resterons à la recherche de sociétés susceptibles de constituer des cibles.

Pluvalca Europe Small Caps

Dans la lignée de 2019, notre portefeuille reste équilibré. Certaines valeurs de croissance devraient continuer de justifier leur valorisation élevée, mais nous restons sélectifs, un ralentissement de tendance étant souvent lourdement sanctionné. Certains secteurs offrent d'ailleurs une belle visibilité sur les prochaines années. C'est le cas, entre autres, des services IT (NetCompany et Cancom), des services parapétroliers (SBM Offshore, Subsea7) ou encore des jeux vidéo (Stillfront, Keywords Studios). Par ailleurs, nous apprécions les histoires de retournement avec l'arrivée d'un management qui insuffle une nouvelle dynamique qui peut être suivie d'un rerating (CGG, Nexans, GEA). Enfin, la cote européenne recèle de nombreux bijoux encore peu couverts et dont la valeur est encore largement sous-estimée par le marché (Nabaltec, PVA Tepla).

Le fonds investit dans toute l'Europe continentale et la zone la plus représentée est la Scandinavie, suivie de l'Allemagne.

Pluvalca AllCaps

Pluvalca AllCaps se positionne en début d'année 2020 sur un profil équilibré, similaire à celui de l'an dernier avec une pondération qui sera sensiblement renforcée sur les petites et moyennes entreprises tout au long de l'année. L'écart de valorisation entre les valeurs de croissance et les valeurs value s'est encore fortement accru en 2019 avec une hausse des PER très manifeste sur certains segments tels que le luxe, la cosmétique, les éditeurs de logiciel, sans pour autant refléter d'accélération de la croissance bénéficiaire des sociétés concernées. Nous restons donc sélectifs sur ce segment des valeurs de croissance en nous focalisant sur le luxe (LVMH et Kering) dont le dynamisme chinois ne se dément pas et dont la valorisation n'est pas encore trop déraisonnable et sur la « valeur phare » des logiciels : Dassault Systèmes.

Nous maintenons bien évidemment notre exposition aux thématiques qui sont chères à Financière ARBEVEL (digitalisation, cybersécurité, vieillissement de la population ou encore transition énergétique), à travers Soitec, STMicroelectronics, Thalès, Korian, Trigano, Voyageur du monde ou GTT. Au sein de la thématique des valeurs à haut rendement qui nous paraît toujours intéressante dans un contexte de taux d'intérêts durablement bas, nous avons réduit notre exposition aux segments Media (TF1 et M6) et Telecom (Orange)

dont le momentum reste toujours absent ainsi que sur certaines financières telles que Credit Agricole et Axa. Nous avons renforcé sur cette thématique Total, SES, Kaufman & Broad, Nexity, Unibail et Coface.

Pluvalca Disruptive Opportunities

Nous abordons l'année 2020 en étant raisonnablement optimistes, une vision soutenue par la qualité des sociétés en portefeuille, qui entament la nouvelle année avec un horizon qui s'éclaircit progressivement (la signature de la phase 1 de l'accord commercial sino-américain, l'issue du Brexit, etc). Après la forte appréciation constatée courant 2019 (le fonds a progressé de +33% pour la part A), qui a, notamment en première partie de l'année, corrigé les excès du quatrième trimestre 2018, l'upside total de notre portefeuille se situe actuellement autour de 15% (basé essentiellement sur nos propres modèles de valorisation). Nous maintenons une approche multithématique, la composition du portefeuille reflétant le résultat de notre analyse fondamentale de différents dossiers et de leurs potentiels d'appréciations. La thématique la plus représentée reste l'Industrie 4.0 qui compose 17% du portefeuille, recouvrant plusieurs tendances disruptives : automatisation et robotique, e-mobilité, impression 3D industrielle, logistique 4.0 et autres. D'autres thématiques prépondérantes du portefeuille sont l'Internet et l'e-commerce (13%), la digitalisation, à la fois logiciels et cyber-sécurité (13%), ainsi que le conseil, l'ingénierie & services (12%).

Au total, les 55 valeurs du portefeuille couvrent 11 thématiques liées à la disruption. Le PER médian ressort autour de 19x pour une croissance médiane des bénéficiaires de près de 13% pour 2020 attendue.

Bien que les niveaux de valorisations commencent à être tendus sur certains dossiers (ce qui nous amène à revoir régulièrement les hypothèses sous-jacentes, et, le cas échéant, de réduire, voire céder complètement les lignes), ces niveaux de valorisation nous paraissent raisonnables dans la globalité au regard des perspectives de croissance des sociétés du portefeuille à moyen et long terme et de l'environnement actuel des taux. La poche de liquidités de 7% nous laisse une marge de manœuvre intéressante pour se renforcer ou saisir d'autres opportunités disruptives courant 2020.

Pluvalca Biotech

Le secteur Santé est structurellement bien orienté, porté par les besoins liés au vieillissement de la population dans les pays occidentaux et un meilleur accès aux soins en Chine, devenu le deuxième marché mondial derrière les Etats-Unis. Après des années marquées par des réorganisations et réductions de coûts et rachats d'actions, la croissance des résultats des laboratoires pharmaceutiques sera essentiellement tirée par leur chiffre d'affaires, lui-même porté par l'innovation. Le nombre de nouveaux médicaments approuvés depuis 3 ans par la FDA américaine (moyenne de 51 par an) est sensiblement supérieur à la période 2010/2016 (moyenne de 29 par an). En 2019, 60% de ces autorisations de mise sur le marché (AMM) ont fait l'objet de procédures accélérées, justifiées par un fort besoin médical : la tendance est donc de privilégier les médicaments réellement innovants, plutôt que des « me too », principalement en oncologie, dans les maladies du système nerveux central (Alzheimer, Parkinson) et dans les maladies rares.

Après une année 2019 marquée par les mauvais résultats des Biotechs et Medtechs françaises, nous avons réduit les positions à risque mono-produit et donc l'exposition aux Biotechs européennes (53% du fonds début 2020 contre 73% un an plus tôt) favorisant un élargissement aux sociétés de matériel médical

innovantes ainsi qu'aux fournisseurs de services qui accompagnent l'essor de ce compartiment de marché. La poche Biotech a néanmoins vocation à rester au-dessus de 50% du fonds, l'essentiel de la recherche médicale étant focalisée sur la technologie du vivant, l'Europe recelant de nombreuses Biotechs de qualité : à la fois des plateformes dans les pays du Nord, relativement dé-risquées et qui ont depuis deux ans bien performé (Galapagos, ArgenX et Zealand), et des sociétés françaises dont l'avancée des programmes cliniques recommence à susciter de l'appétit depuis novembre 2019, dans un contexte mondial macro-économique moins tendu. Parallèlement, nous adoptons une approche plus prudente en réduisant la pondération des valeurs « mono » produits avant la publication de résultats cliniques ou financiers (exemple : Genfit et EOS imaging), tout en nous renforçant dès lors qu'une société publie des résultats qui nous paraissent transformants, sans afficher de problèmes de liquidité (exemple : Poxel et Gensight). Cette stratégie paye depuis novembre 2019, avec 66% du rebond du fonds imputable aux Biotechs européennes et 25% aux Medtechs européennes.

Pluvalca Multibonds

Alors que l'année 2019 avait démarré dans un environnement macro-économique compliqué mais avec des niveaux de valorisation attractifs, rapidement stimulés par les politiques monétaires expansionnistes, le paysage début 2020 est à l'opposé. La conjoncture économique s'améliore progressivement en Europe mais le niveau du réservoir de baisse des taux est désormais bas, même si la politique accommodante de la BCE est là pour durer. Le niveau de valorisation n'est plus un facteur de soutien évident pour toutes les classes d'actifs comme c'était encore le cas l'an passé. Certaines comme les dettes hybrides d'entreprises ont affiché une performance exceptionnelle en 2019 et recèlent moins de potentiel d'appréciation à présent. Nous allégeons ainsi progressivement cette poche pour passer en dessous de 25%, tout en conservant une exposition significative (> 20%) en raison d'une combinaison risque/rendement attractif. Les catégories qui nous paraissent les plus à risques selon nous sont celles allant des BBB à BB- (potentiel de dégradation des notations et des perspectives par les agences, valorisations excessives, risques techniques sur les flux liés à l'appartenance de ces émetteurs aux principaux indices, problématiques de refinancement et de M&A...). Le segment inférieur (B) du marché du haut rendement ainsi que les émetteurs non notés auront notre préférence : le marché primaire reste très actif et riche en opportunités, notamment de la part de primo-accédants. Dans un environnement de taux bas et de valorisations serrées, c'est dans ce gisement que le travail de sélection apportera le plus valeur en ce début d'année. Enfin le segment des obligations convertibles, qui représente un peu moins de 15% de nos investissements et qui par essence recèle une part importante d'émetteurs small et mids a bénéficié d'un regain d'appétit des investisseurs depuis fin 2019 mais cette tendance reste selon nous à confirmer. Le gisement souffre d'un manque d'offre de la part des émetteurs rendant le marché euphorique à la moindre vague de primaire. Sur le segment des small et mids en particulier, l'absence de visibilité reste dominante pour de nombreuses entreprises. Pour d'autres, les histoires de recovery ou de changements de positionnement (Quadiant, SGL, Pierre & Vacances) se poursuivent à pas lents. Sur ce segment, la valorisation des actifs sous-jacents reste un facteur de soutien et le profil des convertibles (convexité et/ou rendement) aide à patienter. Nous continuerons à avoir une exposition aux obligations convertibles de l'ordre de 10 à 15% de l'encours, avec toujours en ligne de mire la volonté de capitaliser sur l'expertise Actions pour saisir les opportunités lorsqu'elles se présentent (exemple avec l'investissement récent au primaire sur la convertible Akka Technologies).

Pluvalca Evolution Europe

En ce début d'année, nous adoptons un positionnement plus constructif avec une exposition brute aux actions de 43% et une exposition nette de 39%. Les obligations représentent 46% du portefeuille et les produits de trésorerie 10%. Le cœur de portefeuille est composé de 23 valeurs, essentiellement : des valeurs internationales aux bilans solides et qui affichent une croissance stable et visible (Air Liquide, LVMH, Nestle) et des valeurs de rendement attractives dans un contexte de taux durablement bas (Total, Unibail). Tout en conservant un profil globalement défensif, nous repondérons progressivement notre exposition au segment des petites et moyennes entreprises qui recèle selon nous un potentiel important de re-valorisation si la perception de la situation globale devenait moins anxiogène. Nous avons ainsi initié récemment des positions en Coface et Ipsos. Sur la partie obligataire, la démarche reste résolument opportuniste avec un marché primaire très dynamique, les émetteurs à Haut Rendement de la zone euro profitant de l'environnement de taux bas pour solliciter les investisseurs. Cependant, après la performance de l'année 2019, les valorisations sont à présent tendues sur certaines classes d'actifs, notamment les hybrides d'entreprises, les émetteurs notés Investment Grade et ceux notés BB. Ainsi les maîtres mots resteront agilité et sélectivité, avec une préférence pour les émetteurs primo-accédants notés B, qui offrent des primes de risque relativement plus généreuses et les émissions de convertibles qui permettent de se positionner sur nos thématiques phares de croissance (ex : Akka Technologie, Ubisoft) ou de jouer des histoires de repositionnement, restructuration, réorganisation, changement de management (Quadient, Pierre & Vacances, SGL Carbon).

Rédigé par l'équipe de gestion, le 28/01/2020.