

PLUVALCA DISRUPTIVE OPPORTUNITIES

Situation et perspectives au 13 mai 2022

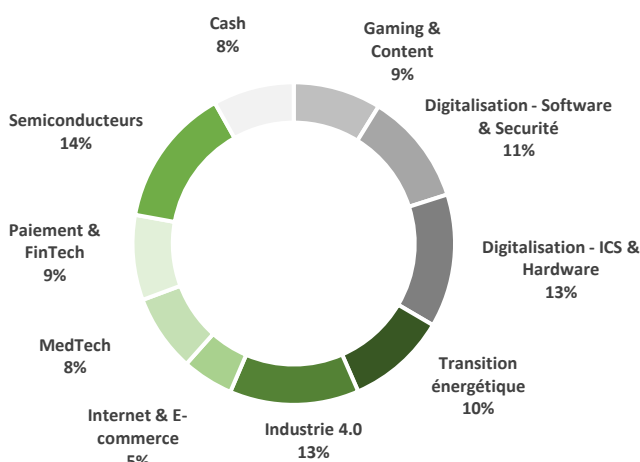
En résumé :

- Un contexte de marché **peu propice au stock-picking**
- Une **baisse importante de la VL** depuis plusieurs semaines
- Un **derating** des valeurs de qualité, totalement **décorrélé de la réalité opérationnelle des sociétés**
- Des **résultats au 1^{er} trimestre de bonne facture** (60% des sociétés du portefeuille battant le consensus au T1 et 80% confirmant ou rehaussant leurs prévisions annuelles) et **une demande toujours robuste dans la plupart de nos thématiques**, qui confirme leur attrait structurel (digitalisation, automatisation, softwarisation/services)
- Une gestion qui privilégie les sociétés aux **structures financières solides** avec une prépondérance du style « **GARP** » (**Growth A Reasonable Price**)
- **Une conviction** : une fois la raison revenue sur les marchés, notre portefeuille bénéficie d'une **capacité de rebond et de création de valeur significative**, dès lors que les investisseurs s'attacheront à nouveau à valoriser les fondamentaux des entreprises. Le **potentiel de hausse de notre portefeuille est estimé à ce jour autour de 50%** sur la base de nos modèles internes.

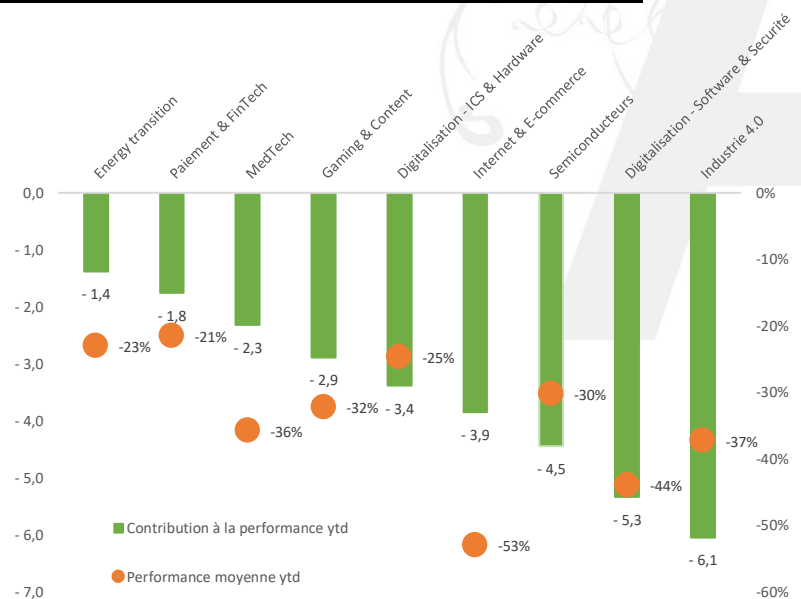
Des thématiques globalement sous tension :

Pluvalca Disruptive Opportunities enregistre une correction de 29% au 13/05/2022 (Part I) depuis le début de l'année. Le sentiment actuel, porté par la remontée des taux longs, une inflation élevée défavorable aux valeurs de croissance, le confinement en Chine ainsi que la guerre en Ukraine, fait ressurgir les craintes d'une récession. Cette correction touche toutes nos thématiques sans exception, avec des baisses moyennes allant de -20% pour la Transition énergétique (10% du portefeuille) à -50% pour l'E-commerce (5% du fonds).

Répartition par thématique



Contribution et performance par thématique 2022 YTD



Source : Financière Arbevel, Bloomberg (données au 10/05/2022)

Des performances boursières très décorrélées de la réalité opérationnelle des sociétés :

La saison des publications trimestrielles commence sur une tendance encourageante en Europe. A la fin avril, le taux de surprises positives au niveau des EPS ressort à 9% avec 60% des sociétés ayant battu les attentes de plus de 5% (à ce stade, 25% des sociétés ont publié leurs chiffres). Tandis que seulement 15% des sociétés ont déçu de plus de 5%, ce qui représente, **jusqu'ici, la meilleure saison de publication depuis...2008 !** Par le passé, on a rarement vu une telle décorrélacion entre les performances opérationnelles et boursières (Stoxx 600 YTD : -13,5%, Stoxx 600 Technology YTD : -30,0%). Bien que nous puissions expliquer partiellement cet écart par les inquiétudes macro-économiques accrues et le contexte géopolitique tendu, son ampleur nous semble difficilement justifiable. C'est d'autant plus vrai pour les valeurs de croissance et pour notre fonds en particulier.

Actuellement, 80% des sociétés du portefeuille ont publié leurs résultats pour le T1. Parmi elles, **56% ont fait mieux qu'attendu** alors que seulement 6% ont déçu. Une partie des sociétés industrielles ont battu des attentes qui ont finalement été abaissées depuis quelques semaines. On note d'excellentes publications au sein de la thématique de digitalisation (*Cap Gemini, Dassault Systèmes, Darktrace*), des semiconducteurs (*ASM International, Soitec, STMicroelectronics*), de paiements (*Edenred, Worldline*) ou encore des MedTechs (*Straumann, Qiagen*).

Visibilité, positionnement et pricing power :

A ce stade, **67% des sociétés du portefeuille qui ont publié leur T1 ont confirmé leurs perspectives annuelles : 13% les ont relevées** (*Darktrace, Dassault Systèmes, STM, OVH, Alfen*) et seulement 8% les ont soit retirées soit abaissées. Ce fait traduit **la bonne visibilité dont bénéficient les valeurs positionnées sur des thématiques de croissance structurelle** (équipementiers semis, acteurs de la digitalisation et du paiement), une demande toujours soutenue (*STMicroelectronics* rencontre une demande 30% plus forte que ce que ses capacités vont lui permettre de fournir en 2022 et *ASML* enregistre des prises de commandes en hausse de 50% au T1 à 7 Mds€ avec un ratio book-to-bill de 2x !) et le positionnement de leader de nos sociétés avec une forte capacité d'innovation qui leur procure un *pricing power* structurel. Au sein de la thématique Industrie 4.0, la situation est un peu plus complexe. Alors que la demande reste sur la tendance de *recovery* post-Covid (prises de commandes en hausse de 36% chez *Duerr* au Q1, +14% chez *Marel* ou encore +10% chez *Kion* avec des book-to-bill supérieurs à 1x), la croissance du chiffre d'affaires reste positive mais elle est limitée par les problèmes de *supply chain*, de logistique ou encore des confinements locaux (Chine) et les marges sont impactées par la récente flambée des prix des intrants et de l'énergie qui n'est que partiellement compensée par les hausses de prix (les sociétés parviennent à passer des hausses de prix plusieurs fois cette année), dont l'effet plein se fera sentir en deuxième partie de l'année. Nous sommes convaincus que les carnets de commandes bien remplis, les niveaux de stock toujours bas à travers les chaînes d'approvisionnement ainsi que la flexibilité en termes de *pricing* devraient permettre à ces sociétés de poursuivre leur chemin de croissance en 2023, même dans un scénario de ralentissement macro-économique plus prononcé.

Des estimations de croissance maintenues au global en très légère hausse depuis le début de l'année :

En se penchant sur l'évolution du consensus (Bloomberg) de nos sociétés pour 2022, **nous pouvons constater un relèvement de 2% en moyenne au niveau des chiffres d'affaires et de 5% en termes d'EBITDA**, pour des révisions négatives limitées au niveau des EPS à -5% (-2% sur une base pondérée). Ceci reflète la qualité fondamentale des business modèles des sociétés du portefeuille ainsi que notre positionnement multithématique. Bien que nous observions des révisions négatives au sein de l'Industrie 4.0 (-8% en moyenne depuis le 31/12), l'e-commerce (-23%) ou Digitalisation – Software & Sécurité (-12%, qui reflète notamment la dilution entraînée par les acquisitions récentes chez *Sinch* et *Cint*), celles-ci sont en grande

partie compensées par des relèvements dans les semiconducteurs (+8%), la transition énergétique (+6%) et les paiements dans une moindre mesure (+1%).

Pour l'année 2022, les sociétés du portefeuille devraient délivrer une croissance moyenne (sur une base pondérée) de l'ordre de 20% en termes de chiffre d'affaires et 19% du résultat net par action pour une marge EBITDA globalement stable à 20,4%. Pour l'année suivante, la croissance passerait à +12% en chiffre d'affaires et +15% en EPS, traduisant une légère amélioration des marges à 21%.

Un derating qui nous semble excessif pour des valeurs de croissance de qualité et profitables :

Tenant compte de la quasi-stabilité des prévisions de croissance, la performance négative du fonds PDO reflète principalement un *derating* important, qui atteint 30% en termes de multiples de chiffre d'affaires, EBITDA ou BPA. Alors qu'il est normal de voir les multiples se détendre dans un contexte de remontée de taux ou encore pour des sociétés subissant des révisions négatives, il est plus surprenant de voir un *derating* quasi-homogène à travers toutes nos thématiques (à l'exception de la Transition énergétique qui corrige de -12% en termes de multiples), indépendamment du profil de profitabilité ou de croissance des sociétés. A titre d'exemple, on constate un *derating* plus prononcé dans les semiconducteurs (-35% en moyenne), alors que la visibilité, la profitabilité ainsi que les perspectives de croissance sont excellentes. Dans son ensemble, le PER pondéré du fonds se situe à 19,4x pour 2022 (vs. 27,4x au 31/12/2021), faisant ressortir un ratio PEG (multiple divisé par la croissance attendue) de 1,04x, soit le bas de la fourchette observé depuis le lancement du fonds (de 0,9x à 1,6x). **Bien que les incertitudes actuelles pourraient se traduire par des révisions négatives supplémentaires dans les mois à venir, celles-ci devraient rester assez limitées et concerner notamment les valeurs les plus cycliques. Il nous semble que les multiples actuels reflètent déjà d'un scénario macroéconomique bien plus sombre, et dont nos sociétés ont su démontrer leur capacité à s'affranchir par le passé.**

Multiples / Croissance 2022E	31/12/2021	10/05/2022	Δ ytd
EV/CA	7,0x	4,6x	-34%
Estimations CA 2022E - évolution ytd			+2%
EV/EBITDA	19,3x	13,4x	-31%
Estimations EBITDA 2022E - évolution ytd			+5%
PER	27,4x	19,4x	-29%
Estimations BPA 2022E - évolution ytd			-5%
Croissance BPA 2022E	20,2%	18,7%	
PEG	1,36x	1,04x	

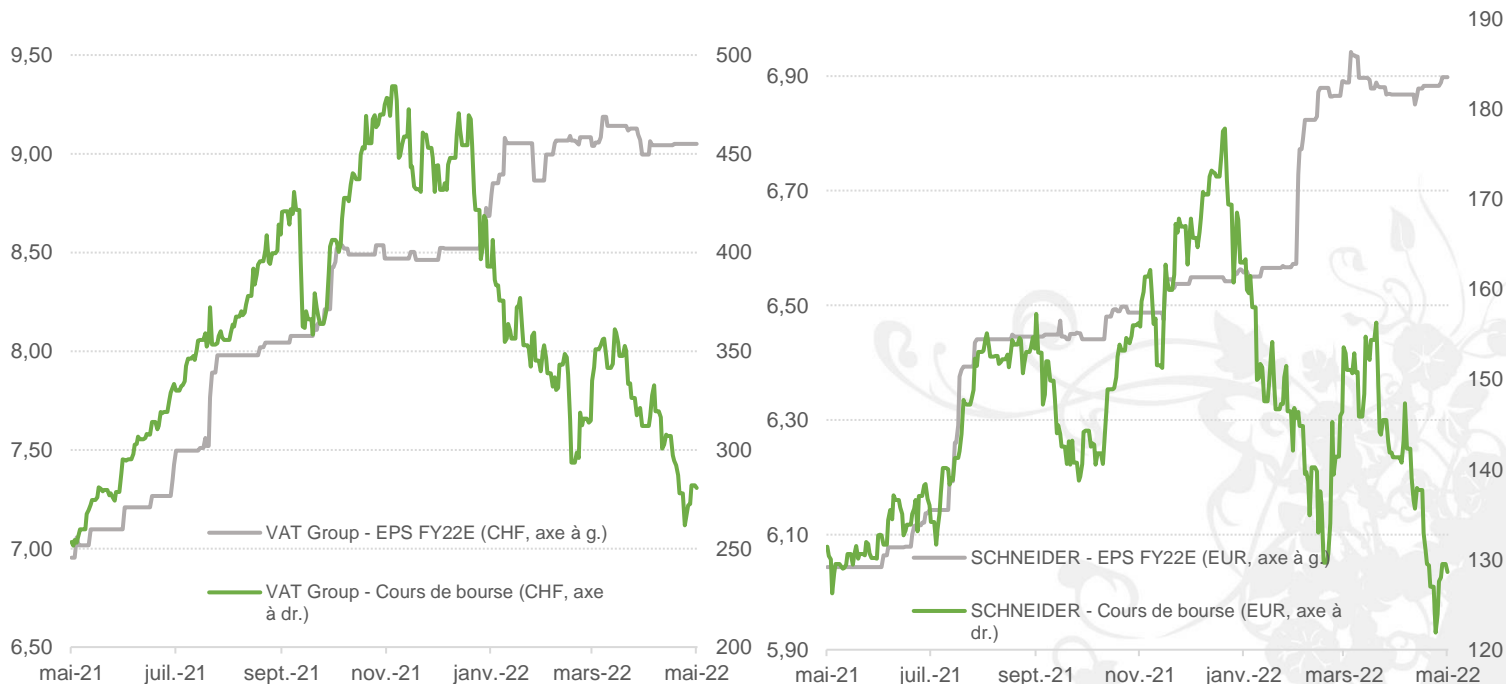
Source : Bloomberg (analyse basée sur la structure du portefeuille au 10/05/2022)
Données en moyennes pondérées

Pour illustrer le *derating* au travers de nos thématiques, voici 3 exemples de sociétés où l'on observe des révisions positives depuis le début de l'année et des compressions de valorisations démesurées :

1/ Semiconducteurs – VAT Group
(révision des BPA 2022E depuis le 31/12 : +6% ;
derating PER : -44%)

2/ Industrie 4.0 – Schneider Electric
(révision des BPA 2022E depuis le 31/12 : +6% ;
derating PER : -31%)

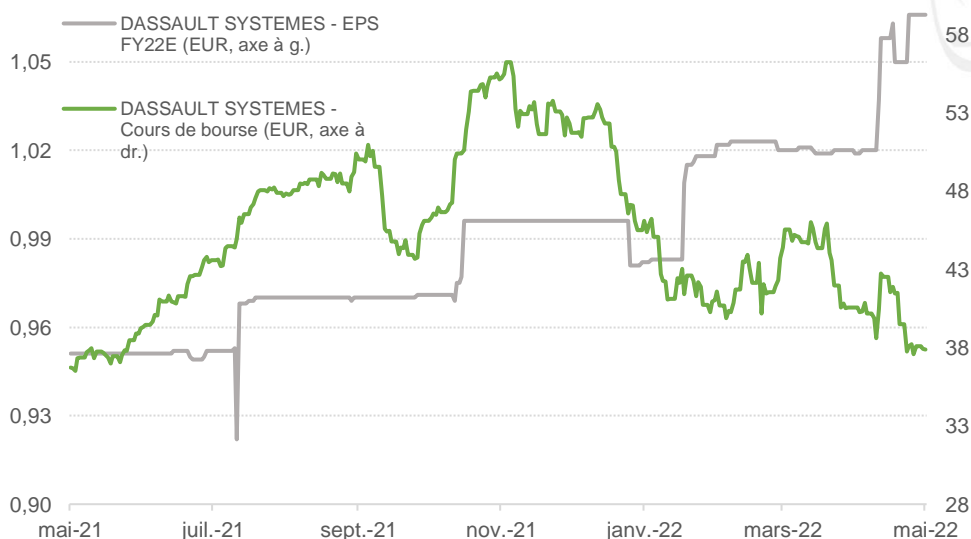
BPA vs cours de bourse depuis 1 an



Source : Bloomberg

3/ Digitalisation – Dassault Systèmes (révision des BPA 2022E depuis le 31/12 : +7% ; *derating* PER : -32%)

BPA vs cours de bourse depuis 1 an



Source : Bloomberg

Des valorisations impliquant des niveaux de taux sans risque quatre fois plus élevés :

Les niveaux de valorisation à date impliquent de retenir des taux sans risque bien supérieurs aux niveaux historiques et actuels. Dans notre processus d'analyse et de valorisation fondamentale, nous utilisons des taux sans risque de 2% et des taux d'actualisation (WACC) de 8% en moyenne dans nos modèles DCF.

Pour justifier les cours actuels, il faudrait utiliser un taux sans risque de 5,7% en moyenne (contre des taux 10 ans actuels de 1,6% en France, 1,3% aux Pays-Bas et 1,1% en Allemagne, les 3 pays les plus représentés dans le fonds), **ce qui nous paraît fortement improbable ou bien traduisant des hypothèses les plus pessimistes sur la remontée des taux longs, ou assumant une détérioration de l'environnement opérationnel ainsi qu'une remise en cause des thématiques de ruptures.** Ceci ne semble pas évident au regard des évolutions structurelles observées depuis plusieurs années.

Quelques exemples extrêmes : *Nordic Entertainment Group*, *Logitech* ou *HelloFresh*, où les cours actuels impliquent des taux sans risque de 8% à 10% (WACCs de 15%-16% !), ce qui équivaut à un effondrement des perspectives de croissance et/ou des marges à moyen terme, soit des scénarios auxquels nous ne souscrivons absolument pas. Dans le cas de *HelloFresh*, le cours actuel se justifierait dans un scénario sans croissance dès 2023 (!) ou bien un effondrement des marges EBITDA à 5% à l'infini (contre 7% attendu en 2022E et un objectif de la société de 10-15% à moyen/long terme).

Société	Cours actuel	DCF Arbevel "base case"			Simulation Objectif de cours - Taux sans risque (TSR)				Objectif de cours	
		Objectif de cours	Upside/downside	TSR / WACC	TSR +100bp	Upside vs cours actuel	Downside vs objectif "base case"	TSR/WACC justifiant le cours actuel	Bloomberg consensus	Upside/downside
Cap Gemini	178	255	43%	2,0% / 8,0%	214	20%	-16%	4,25% / 10,3%	233	31%
STMicroelectronics	33,4	57	71%	2,0% / 8,0%	47	41%	-18%	5,5% / 11,5%	50,2	50%
ASM International	260	430	66%	2,0% / 8,0%	361	39%	-16%	5,6% / 11,6%	411	58%
ASML	487	710	46%	2,0% / 7,0%	570	17%	-20%	3,9% / 8,8%	747	53%
NENT (SEK)	292	620	112%	2,0% / 9,2%	535	83%	-14%	8,0% / 15,2%	572	96%
Logitech	57,2	101	77%	2,0% / 8,6%	90	57%	-11%	9,0% / 15,6%	93,5	63%
Hellofresh	34,5	94	173%	2,0% / 8,0%	78	126%	-17%	10,0% / 16,0%	69,5	102%
Dassault Systèmes	37,7	53	41%	2,0% / 6,5%	41	9%	-23%	3,5% / 8,0%	46,60	24%
Moyenne			73%			49%	-17%	5,7% / 11,6%		60%

Source: Financière Arbevel, Bloomberg (au 09/05/2022)

Nos thématiques de croissance structurelle, source de performance à long terme :

Nous restons attentifs à l'évolution de la situation sur les marchés, dans un contexte de volatilité accrue qui pourrait perdurer un certain temps. Néanmoins, nous sommes confiants dans la capacité de nos sociétés à se démarquer à moyen/long terme en termes de croissance et performances boursières. Cela est motivé par :

- 1/ la qualité de leurs business modèles,
- 2/ leur positionnement de leader et des efforts continus en matière d'innovation qui se traduisent par un *pricing power* durable,
- 3/ leur exposition à des tendances structurelles comme la digitalisation, l'automatisation, la pénétration croissante de l'e-commerce, des modes de paiements dématérialisés et de nouveaux modes de consommation des contenus digitaux, qui sont renforcés à la sortie de la crise sanitaire.

Depuis le lancement du fonds, nous avons insisté sur la diversification et l'investissement dans des thématiques variées au travers de profils de sociétés dont le seul point commun est de bénéficier d'une croissance structurelle. La pandémie a renforcé bon nombre de ces sociétés et le recul actuel est, selon nous, une réelle opportunité.

Évolutions récentes et données de la gestion du fonds Pluvalca Disruptive Opportunities :

1/ Une gestion caractérisée par la solidité financière des sociétés et la prépondérance du style « GARP »

- 93% du portefeuille bénéficiaire au niveau de l'EBITDA en 2022E
- 80% du portefeuille FCF positif en 2022E
- 26 valeurs (40% du portefeuille) en situation de « net cash » (seulement 3 sociétés avec un ratio dette nette/EBITDA >3x) et un ratio dette nette/EBITDA moyen de 0,5x en 2022E
- PEG du portefeuille de 1,04x – **PER pondéré de 19,4x** pour une croissance des bénéfices de 19% en 2022E.

2/ Une diversification à travers de nos thématiques

Un mix de sociétés capables d'innovations technologiques (semi-conducteurs, software, transition énergétique), de facilitateurs de la disruption (logistique, sociétés de services informatiques) ainsi que de sociétés traditionnelles qui adaptent leurs portefeuilles d'activités afin d'intégrer les tendances structurelles (contenus digitaux, paiement).

3/ L'évolution de la gestion depuis le début de l'année

- Repositionnement sur quelques valeurs de qualité avec un profil de croissance plutôt défensif après la forte correction observée - *Carl Zeiss Meditec* et *Straumann* (MedTech), *VAT Group* (équipementier semiconducteurs),
- Renforcement de la thématique « Transition énergétique » (10% du portefeuille actuellement contre 6% au 31/12) nouvelle ligne en *Befesa* (recyclage de poussières d'acier), renforcement des lignes existantes : *NEOEN*, *Alfen*, *Ceres Power*, *ACC*,
- Renforcement des sociétés de softwares/services (nouvelles lignes en *Darktrace*, *Alten*) au détriment des cycliques (le poids de la thématique Industrie 4.0 ramené à 13% contre 17% au 31/12 (sortie de *LPKF Laser*, allègements sur *Dürr*, *Jenoptik*, *Kion*, *Marel*)
- Poche de liquidités importante (9% de l'actif).

Conclusion

Rarement il aura été offert d'investir dans des sociétés offrant autant de capacité à générer des bénéfices à des valorisations aussi attractives. Dans un monde en mutation, perturbé par des risques divers, la croissance globale devrait être modérée dans les années à venir. Dans ce contexte, nous sommes convaincus que les entreprises présentes dans le fonds devraient retrouver l'intérêt des investisseurs qui reviendront aux fondamentaux et ainsi générer des performances solides.

Rédigée le 13/05/2022 par l'équipe de gestion.

- Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.
- Les chiffres cités ont trait au passé, ils ne sont pas constants dans le temps et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.
- Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Financière ARBEVEL. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.
- Les services rendus et/ou placements figurant dans ce document peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas nécessairement adaptés à tous les investisseurs.
- Il appartient donc à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés à ces services et/ou placements avant tout investissement.
- Toute personne désirant investir dans les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) mentionnés dans ce document est tenue de consulter le prospectus visé par l'Autorité des Marchés Financiers remis à tout souscripteur ou disponible sur simple demande auprès de Financière ARBEVEL. Les informations contenues dans ce document n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par les commissaires aux comptes des OPCVM concernés.
- La Souscription des Parts des fonds gérés par Financière ARBEVEL est permise uniquement aux investisseurs n'ayant pas la qualité de « U.S. Person » (telle que cette expression est définie dans la réglementation financière fédérale américaine et reprise dans le Prospectus des fonds) et dans les conditions prévues par le Prospectus des fonds.