

Le danger de payer trop cher : retour vers le futur ?

« Les gens connaissent le prix de tout et la valeur de rien », Oscar Wilde.

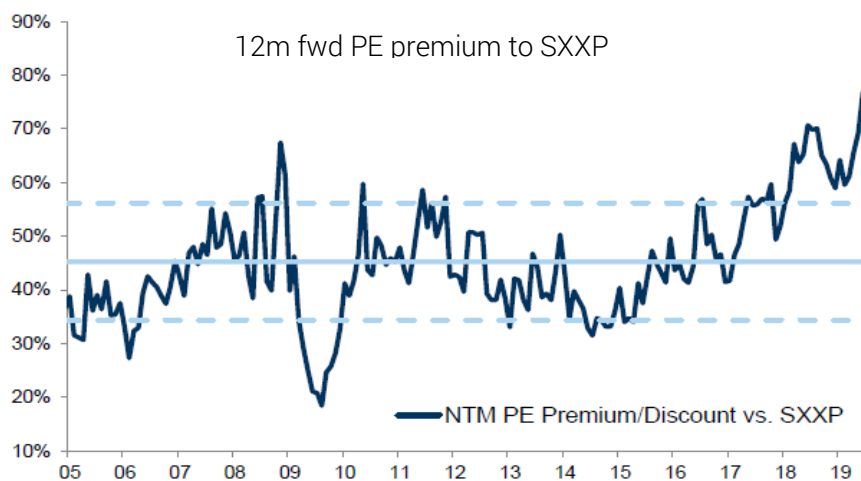
Chers co-investisseurs,

Payer trop cher une entreprise ou tout autre actif engendre toujours des déceptions. Elles ont deux origines possibles : soit la qualité de l'entreprise achetée n'est pas à la hauteur des attentes, soit l'investisseur ne gagne pas d'argent car même si l'entreprise a tenu ses promesses, le prix auquel il peut la revendre a baissé entre temps.

Dans une lettre précédente, nous avons montré un exemple : L'Oréal, une des plus belles entreprises européennes, avait doublé ses bénéfices entre 2000 et 2010, mais le cours de bourse n'avait pas bougé car le multiple de valorisation avait été divisé par 2 sur la période (cf lettre de la gestion de mars 2019).

En 2019, l'enthousiasme du marché pour les valeurs prédictibles et en croissance a atteint progressivement des niveaux extrêmes.

La prime des valeurs de croissance stable a atteint un record absolu de 77%



Source: I/B/E/S, Goldman Sachs Global Investment Research

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.

Comme lors des événements précédents de l'histoire financière, des arguments convaincants sont avancés, et le nombre de convaincus augmente quotidiennement. C'est une condition nécessaire à la formation de bulles spéculatives.

En 1999, les arguments portaient sur l'émergence d'internet et la rapidité de la révolution technologique qui allait suivre. 20 ans plus tard, ils portent sur les taux d'intérêt extrêmement bas qui justifient un nouveau « référentiel » et des prix des actifs sans limite à la hausse.

L'éclatement de la bulle internet est présent dans l'esprit de la plupart d'entre nous. Un autre crash violent l'est moins ; celui qui s'est produit dans les années 70 aux Etats-Unis. Dans une récente étude, Exane BNP Paribas fait le point sur cette période, et nous en reprenons ici quelques extraits qui nous semblent particulièrement instructifs.

Dans un environnement de guerre froide et de taux bas, les années 70 ont vu l'émergence d'un concept puissant : une liste de grandes entreprises américaines qui étaient tellement robustes, avec des caractéristiques de croissance tellement attractives, qu'il était évident que la seule décision à prendre était d'investir dans ces entreprises, quels que soient leur prix. L'avenir leur appartenait, leurs actionnaires deviendraient forcément beaucoup plus riches. Une désignation informelle pour ce groupe d'entreprises a même été inventée, les « Nifty 50 ». A l'époque, des noms familiers comme Coca-Cola, Dow Chemical, IBM, Gillette, McDonald's, Procter&Gamble figuraient sur cette liste.¹

Cet enthousiasme pour les « Nifty 50 » a poussé les valorisations de ce groupe d'entreprises à des niveaux extrêmes par rapport au reste du marché américain. Fin 1972, le PE moyen de ces entreprises était de 46.8x quand celui du marché était de 19.2x, un ratio de 2.45. Les incertitudes du début des années 70, politiques (scandale et démission du président Richard Nixon), économiques (fin de la convertibilité Or du dollar) et le choc pétrolier de 1973 ont progressivement diminué l'appétit pour ces entreprises. La mode est passée.

De son point haut, ce groupe a sous-performé le S&P 500 de 40% sur les 4 années qui ont suivi. Le graphe montre l'évolution du PE relatif des « Nifty 50 » entre 1973 et 1980, une descente infernale.

¹ Article wikipedia : https://en.wikipedia.org/wiki/Nifty_Fifty#NYSE_Nifty_Fifty_constituents



Baisse du PE relatif des Nifty 50 par rapport au S&P 500

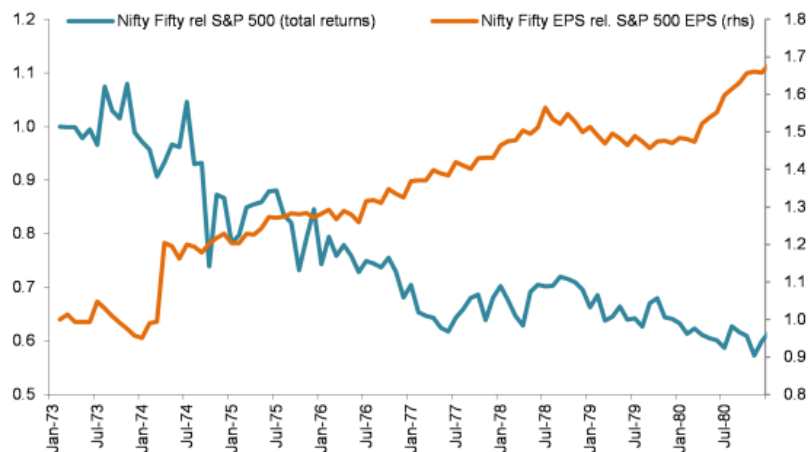


Source: Exane BNP Paribas estimates, DataStream

Ce qui est remarquable est que, en moyenne, ces entreprises ont effectivement affiché une belle croissance de leurs bénéfices dans les années suivantes, comme prévu initialement. Malgré cela, leur cours de bourse a eu une performance catastrophique et 10 ans plus tard elles n'avaient toujours pas retrouvé leur plus haut. Le graphe ci-dessous montre que les bénéfices de ces entreprises ont crû plus vite que ceux du S&P 500 (courbe orange) mais cela n'a pas empêché une longue et douloureuse sous-performance (courbe verte).

Les Nifty 50 ont tenu leur promesse : leurs bénéfices ont battu ceux du S&P 500

Néanmoins, ils ont sous performé le marché de 40% les 4 années suivantes



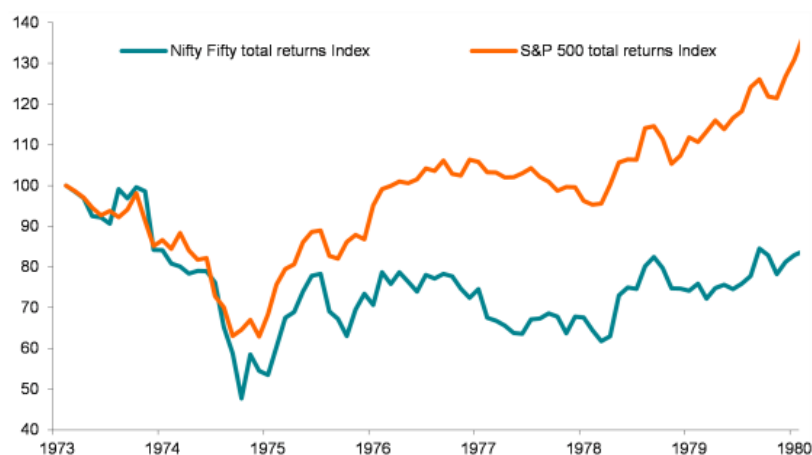
Source: Exane BNP Paribas estimates, DataStream

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.



Très surprenant aussi, leur caractère « défensif » n'a finalement été d'aucun secours quand tout le marché américain a fortement baissé. Entre son point haut de 1973 et son point bas de 1974, le S&P 500 a baissé de 37% quand le groupe « Nifty 50 » a baissé de 41%. Ensuite le S&P 500 est progressivement reparti à la hausse, mais le groupe « Nifty 50 » était manifestement « K-O » et s'est enfoncé dans une longue période de sous-performance. Le graphe ci-dessous montre la performance des « Nifty 50 » (courbe verte) et du S&P 500 (courbe orange) entre 1973 et 1980.

Les Nifty 50 n'ont pas retrouvé leur plus haut de 1973 dans la décennie qui a suivi



Source: Exane BNP Paribas estimates, DataStream

Les « Nifty 50 » étaient incontestablement de belles entreprises mais leur prix était devenu trop élevé pour assurer de bonnes chances de faire un investissement rentable. Un bon investissement restera toujours une bonne entreprise *au bon prix*. L'autre enseignement à tirer des Nifty 50 est qu'au sein de ces entreprises considérées à l'époque comme exceptionnelles, certaines ont connu ensuite des problèmes importants, allant parfois jusqu'à la mise en faillite. On peut citer Eastman Kodak, Polaroid, Sears Roebuck, Xerox. Les certitudes d'aujourd'hui ne sont pas nécessairement celles de demain.

Actuellement, un groupe limité de valeurs atteint de nouveau des valorisations de plus en plus extrêmes. A ces niveaux, historiquement, la probabilité de subir une perte irréversible augmente très dangereusement. Car même si les prévisions présentent toujours un avenir radieux, la réalité est souvent plus terne.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.

Echantillon d'entreprises avec un multiple de valorisation très élevé

Entreprises	PE 2019
ZALANDO	112
ADYEN	105
SARTORIUS	59
CHR HANSEN	49
WORLDLINE	48
HERMES	43
SYMRISE	42
DASSAULT SYSTEMES	41
COLOPLAST	40
SPIRAX	40
ELEKTA	36
GIVAUDAN	35
CAMPARI	34
HALMA	33
L'OREAL	32
PUMA	31
BIOMERIEUX	30
DIAGEO	30
NOVOZYMES	28
GEBERIT	24
BECHTLE	24
HEINEKEN	24
BARRY CALLEBAUT	21

Source : BDL Capital Management

Ces valeurs ont en commun des caractéristiques *historiques* de croissance et de prédictibilité supérieures à la moyenne. L'argument avancé pour expliquer l'engouement démesuré pour ces entreprises est le suivant : comme la croissance est faible et les taux d'intérêt sont très bas, ce qui a un peu plus de croissance n'a plus de prix car c'est ce que tout le monde recherche. Il faut donc acheter, car ces valeurs ne peuvent que monter. Cela ressemble étrangement au raisonnement utilisé à l'époque pour acheter les « Nifty 50 »...

Au-delà des raisonnements « humains », les « machines » (gestion passive et quantitative) amplifient ce phénomène avec le développement des indices « smart beta » et des stratégies de « momentum »... Ces méthodes ont en commun d'acheter les valeurs dont le cours de bourse vient de monter et de vendre celles dont le cours de bourse vient de baisser, sans considération pour la valeur réelle des entreprises.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.



Notre objectif a toujours été d'éviter au mieux le risque de perte irréversible. Nous n'anticipons pas particulièrement de hausse des taux, mais nous pensons que, même avec des taux qui restent bas, les probabilités d'une normalisation et d'une rotation sectorielle sont très élevées. La poche short du fonds BDL Rempart Europe contient donc 50% d'entreprises dont nous jugeons que la valorisation est telle que le potentiel de baisse dans les mois et les années à venir est très élevé ! Cette poche a un PE moyen de 40x, quand le PE du marché est de 13.5x, un ratio relatif de 3. Concernant nos positions longues, nous constatons avec intérêt que les acheteurs industriels et le private equity n'achètent pas ces valeurs aux prix exorbitants mais, en revanche, montrent, comme nous, un intérêt pour investir dans des entreprises cotées dont les prix sont raisonnables. Ainsi, le 5 juillet, Osram, une entreprise allemande spécialisée dans la production de lampes, confirme que le groupe sera racheté par Bain Capital et Carlyle pour 3.4 milliards d'euros. Le 28 juin, la famille fondatrice de Lego et le fonds Blackstone annoncent le rachat de Merlin Entertainments pour 6.6 milliards d'euros. Le 25 juin, Cap Gemini lance une offre publique d'achat sur Altran pour 5 milliards d'euros. Le 21 juin, EP Global Commerce lance une offre publique d'achat sur le groupe de distribution alimentaire allemand Metro, le valorisant à 4,8 milliards d'euros. Le 12 juin, le groupe Axel Springer conclut un accord pour que le fonds américain KKR devienne son premier actionnaire.

Nom de la cible	Acquéreur	Nature de l'acquéreur	PE 2018 au cours le plus bas sur l'année précédant l'opération	PE 2018 au prix d'acquisition	Cours le plus bas sur l'année précédant l'opération	Prix de l'offre d'achat	Prime par rapport au cours le plus bas sur l'année précédant l'opération	Montant total de la transaction (en mds d'euros)
Osram	Bain Capital & Carlyle	Private equity	10.5	15.3	24.6	36	46%	3.4
Altran	Cap Gemini	Industriel	8.5	18.7	6.35	14	120%	5
Wessanen	PAI & Charles Jobson	Private equity	15.9	24.3	7.54	11.5	53%	0.9
Merlin Entertainment	Famille fondatrice Lego & Blackstone	Famille & Private equity	14.2	21.2	304.5	455	49%	6.6
Metro	EP Global	Private equity	6.6	10.5	10.02	16	60%	4.8
Axel Springer	KKR	Private equity	22.2	32.0	44.1	63	43%	6.7

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.



Au 1^{er} semestre 2019, notre conscience aigüe du danger de payer trop cher nous a desservis boursièrement. Le groupe des sociétés les plus chères a continué de monter.

		Performances YTD des entreprises européennes en fonction de leur multiple de valorisation	
Exemple de sociétés	Estimation Bloomberg	Performance %	
	PE 2020	10/07/2019	
	PE<10	12.87%	
	10<PE<15	15.39%	
	15<PE<20	19.43%	
Atlas Copco, Assa Abloy, Unilever	20<PE<30	27.10%	
Adyen, Campari, Hermès, Dassault Systèmes	PE>30	32.86%	SXXP : +17.5%

Source : Bloomberg et BDL Capital Management

Notre fonds BDL Rempart Europe qui achète les entreprises à des valorisations raisonnables et vend à découvert une partie des entreprises dont les valorisations indiquent une probabilité de baisse très élevée a souffert durant le premier semestre. Le fonds BDL Rempart Europe est en baisse depuis le début de l'année (-1.13% pour la part C et -0.75% pour la part I au 03/07/2019), et le fonds BDL Convictions est en hausse (+12.87% pour la part C et +13.29% pour la part I au 03/07/2019).

Chers co-investisseurs, même si cette performance semestrielle est en deçà de nos attentes, sachez que le potentiel d'appréciation de BDL Rempart Europe n'a jamais été aussi élevé dans le cas d'une baisse de l'enthousiasme irrationnel de cette idée que « ce qui a monté montera toujours ». Les Nifty 50, la bulle internet et bien d'autres exemples ont souvent montré que de telles certitudes s'effondrent d'autant plus fortement qu'elles se sont développées durant de longues périodes. Il n'y a jamais une raison unique qui provoque le changement et par définition il n'est jamais vraiment possible d'anticiper le timing précis de ce changement. C'est toujours « après coup » que les observateurs listeront une somme d'événements qu'ils jugeront avoir participé au changement d'état d'esprit des investisseurs.

Pour résumer, nos portefeuilles sont construits avec le raisonnement suivant :

- Les prix des entreprises oscillent au gré des modes
- Leur valeur intrinsèque varie plus lentement
- Les modes d'aujourd'hui ne sont pas celles de demain
- Sur la durée, investir sur des bonnes entreprises à des prix raisonnables est le meilleur moyen d'éviter des pertes irréversibles.

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.



LETTRE DE LA GESTION

Juillet 2019



Nous continuons à faire le même travail que celui qui nous anime depuis 14 ans : rencontrer les entreprises, essayer de trier le vrai du faux, s'attacher à la valeur réelle, être patients et disciplinés.

Nous vous remercions pour votre confiance et croyez-le, nous souffrons comme vous de ne pas avoir pour le moment des résultats à la hauteur de nos et vos attentes.

Nous vous souhaitons un bel été.

*L'équipe de BDL Capital Management
Lettre achevée d'être rédigée le 11 juillet 2019*

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il 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.

