

## FLASH INFOS

### BDL Rempart Europe et BDL Convictions

Mars 2020



Chers co-investisseurs,

Le coronavirus, qui il y a encore 2 mois, paraissait anodin à la plupart des observateurs aura finalement été le déclencheur d'une récession mondiale après plus de dix ans de croissance ininterrompue.

Dans ce contexte unique et sans précédent, nous souhaitons vous présenter toutes nos excuses car nous n'avons pas su amortir ce violent choc de marché sur le fonds BDL Rempart Europe comme nous le faisons historiquement. Notre fonds long only BDL Convictions sous-performe le marché depuis le début de l'année.

| Données au 18/03/2020                  | Valeur Liquidative | Performance depuis le 1er janvier 2020 |
|--|--------------------|--|
| Stoxx 600 dividendes réinvestis (SXXR) | 606,09             | -32,43%                                |
| Fonds :                                |                    |  |
| BDL Rempart Europe I                   | 79,13              | -31,68%                                |
| BDL Rempart Europe C                   | 112,83             | -31,79%                                |
| BDL Convictions I                      | 639,48             | -41,00%                                |
| BDL Convictions C                      | 1720,58            | -41,09%                                |

Source : BDL Capital Management et Bloomberg

Ces performances sont très décevantes et pas du tout en ligne avec ce que nous avons pu réaliser depuis les débuts de BDL. La moindre des choses que nous vous devons est une explication détaillée et une entière transparence sur les difficultés que nous avons rencontrées.

*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.*



Deux éléments principaux sont à l'origine de cette contre-performance depuis le début de l'année :

### 1. La performance de nos longs a fait moins bien que le marché

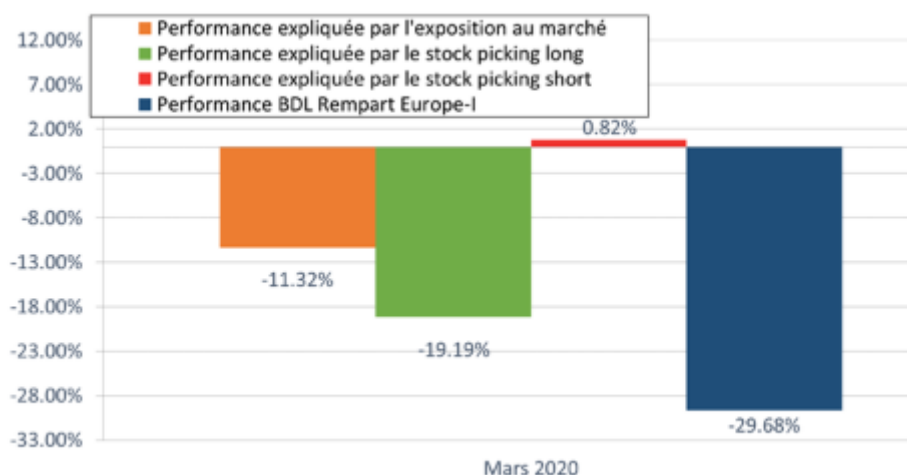
Notre fonds BDL Convictions qui reprend les idées à l'achat de BDL Rempart Europe est en baisse de -41% (part I) et -41,09% (part C) vs le Stoxx 600 dividendes réinvestis en baisse de 32,43% depuis le début de l'année (au 18 /03/2020).

En 2019, dans un marché surévalué sur beaucoup de segments, nous avons réussi à faire une bonne performance sur nos longs et à battre le marché tout en gardant notre discipline de ne pas surpayer les entreprises (ce qui a fait notre succès sur les 15 dernières années).

Malheureusement, en 2020, cette discipline a temporairement coûté cher dans cette phase de baisse très forte, très rapide et avec une incertitude qui a atteint son maximum (cf. le niveau du VIX - Chicago Board Options Exchange Volatility Index) qui a dépassé les plus hauts atteints en 2008 et qui est à 76 au moment où nous écrivons cette lettre.

Avec l'expansion du virus en Europe et les mesures graduelles de confinement, nos participations françaises (environ 40% du portefeuille), dans des sociétés industrielles et de services de taille moyenne et leaders dans leurs secteurs ont particulièrement souffert. Notre sous-performance en long s'est essentiellement faite sur les 15 derniers jours.

### Attribution de performance de BDL Rempart Europe I de début mars au 18 mars 2020



Source : BDL Capital Management

*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.*



Le travail est désormais d'évaluer la suite des événements sur les prochains mois et notamment d'analyser les conditions de nos participations en période de « shutdown » de l'économie.

Depuis plusieurs jours déjà, nos analystes dialoguent avec les entreprises pour comprendre leur feuille de route à court terme et étudier les sujets de trésorerie et de refinancement. Nous prêtons attention non seulement à la rentabilité, à l'endettement mais aussi aux variations de BFR dans le cas d'une forte baisse de chiffre d'affaires et au financement des déficits de pensions. Nous prenons volontairement des scénarios plus négatifs que les anticipations actuelles pour effectuer des stress test pertinents. Nous allons revenir vers vous le plus rapidement possible avec une analyse très détaillée de tous ces travaux et de nos conclusions.

## **2. Notre gestion des risques du book short de BDL Rempart Europe a entraîné une augmentation de l'exposition nette longue et limité notre capacité à absorber la baisse du marché**

Notre book short nous a permis de gagner beaucoup d'argent en absolu, c'est l'évolution progressive de notre exposition nette longue qui ne nous a pas permis d'amortir la baisse.

Au pic du marché le 18 février, notre book short représentait 60% des actifs du fonds, un niveau en ligne avec nos pratiques de gestion historiques.

Jusqu'à cette période, nous avons concentré nos efforts sur la mise en place de shorts qui allaient être impactés par le ralentissement chinois lié au virus (exemples : Kuehne & Nagel, Royal Dutch Shell, EssilorLuxottica, LVMH, Alfa Laval, Adidas, Richemont, Moncler, Sandvik etc...). Nous avons aussi pris soin de neutraliser notre exposition aux valeurs financières avec des shorts comme HSBC et Legal & General.

Quand le marché a commencé à baisser, nous avons aussi coupé des entreprises qui étaient certes très chères mais dont les métiers allaient être relativement moins exposés que d'autres à un ralentissement. Du 18/02 au 04/03, le SXXR est passé de +4% de performance YTD à -9% et notre book short s'est mécaniquement réduit à 48,65%, notre exposition nette longue pour le fonds BDL Rempart Europe était de 35,4% au 04/03.

Dès que nous avons constaté l'expansion du virus hors de Chine, nous avons commencé à enlever des shorts très exposés Chine et qui avaient bien fonctionné pour les remplacer par de nouvelles idées d'entreprises plus exposées à un ralentissement économique hors Chine et avec parfois un endettement élevé (exemples : Amplifon, National Express, Campari, DS Smith, John Wood, Sodexo etc...).

Cette rotation de portefeuille a été bénéfique car sur les 10 meilleurs shorts sur la période du 4/03 au 18/03, 7 sont des nouvelles idées que nous avons mises en place entre fin février et début mars. Nos 10 meilleurs shorts ont

---

*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.*



## FLASH INFOS

### BDL Rempart Europe et BDL Convictions

Mars 2020



baissé de 41% sur cette période, contre 27% pour le marché, une création de surperformance de 14%. De même, toutes les positions que nous avons coupées depuis le 1<sup>er</sup> février ont baissé depuis de 24% alors que celles que nous avons initiées ou augmentées ont baissé de 35%. Dans l'ensemble, le trading du book short du fonds BDL Rempart Europe durant cette période a donc créé de la valeur.

Cependant, au fur et à mesure qu'une idée short baisse fortement, son poids dans le portefeuille diminue et sa contribution devient marginale. Quand certains de nos titres ont baissé de plus de 40%, leur poids devenait trop petit, et leur valorisation tellement faible que le risque devenait trop binaire. Si l'entreprise n'a pas besoin d'être recapitalisée, le risk reward de rester short est trop dangereux. Au fur et à mesure de ces fortes baisses, nous avons donc progressivement retiré plusieurs shorts pour réduire ce risque. Ainsi, quand nous avons 46 shorts fin février, nous n'en avons plus que 22 au 18 mars.

Deux paramètres expliquent donc la réduction de la taille de notre book short sur la période :

1. La baisse du SXXR de 27% sur la période a mécaniquement fait baisser la taille de notre book short de 48,65% au 04/03 à 37,5% au 18/03.
2. Réduire le nombre de positions short en prenant des profits sur les meilleurs contributeurs a amené la taille de notre book short à 30%.

Ainsi, sur la période du 04/03 au 18/03/2020, même si nous avons réduit notre levier brut de 133% à 111%, les contraintes de gestion du book short ont fait monter notre ratio long/short de 1,73 à 2,89 et notre exposition nette longue de 35,9% à 53,9%. Cela a mécaniquement augmenté la sensibilité directionnelle du fonds dans une période de très forte baisse du marché réduisant notre capacité à amortir le choc.

Enfin, il convient de dire un mot sur les récentes annonces d'interdiction de short dans certains pays. Ces mesures ne nous impactent pas opérationnellement à ce stade car nous n'avons pas de short sur ces pays à l'exception d'une seule valeur.

#### Variation des expositions du 04/03 au 18/03/2020 pour BDL Rempart Europe

| BDL Rempart Europe | 04/03/2020 | 18/03/2020 |
|--------------------|------------|------------|
| Ratio Long Short   | 1,73       | 2,89       |
| Net Long           | 35,43%     | 53,90%     |
| Gross              | 133%       | 111%       |
| Long               | 84,08%     | 82,45%     |
| Short              | 48,65%     | 28,55%     |

*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.*



## FLASH INFOS

### BDL Rempart Europe et BDL Convictions

Mars 2020



Pour conclure, l'année est loin d'être finie, mais notre démarrage est très décevant et, à nouveau, nous souhaitons vous renouveler nos excuses. Les équipes de BDL restent entièrement mobilisées pour tenter d'identifier au mieux les opportunités qui se présenteront dans les prochains mois. Notre dialogue avec les entreprises reste quotidien.

Dans les conditions actuelles, nous redoublons de vigilance sur le niveau de rentabilité et la structure financière des sociétés. Plus que jamais cette discipline sur les chiffres est importante afin de passer le cap actuel qui met à mal tous les acteurs économiques. Quand les conditions seront normalisées, il conviendra de tirer tous les enseignements nécessaires afin de continuer à progresser dans notre gestion de ce type d'événements.

Nous vous remercions pour votre confiance et nous pensons à vous et à vos proches dans cette période difficile mais nécessaire pour venir à bout de ce virus et repartir de l'avant.

*L'équipe de gestion  
Flash achevé le 19 mars 2020*

---

*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.*

