



FINANCIÈRE
ARBEVEL

10-12, avenue de Messine
75008 PARIS - FRANCE
Tél. : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39
www.arbevel.com

Paris,
le 15 octobre 2014

Chers Clients,

Veillez trouver ci-après notre analyse des récents évènements de marché et du comportement de nos fonds actions.

Mauvaises nouvelles macro en Allemagne ; banque centrale européenne qui déçoit les plus ambitieux ; tensions géopolitiques ; craintes d'une propagation du virus Ebola, sont autant de facteurs qui ont entraîné les marchés à de nouveaux plus bas annuels. Cette baisse s'effectue dans un climat anxieux qui n'est pas sans rappeler celui de l'été 2011, ce que confirme l'ampleur du mouvement baissier inégalée depuis 3 ans. Facteur technique aggravant, les hedge funds sont majoritairement « short marché » et tentent d'appuyer sur la tendance technique lors des journées à plus faible volume.

Même si l'environnement boursier demeure volatil et complexe, notre philosophie d'investissement reste la même : privilégier une approche de stock picking afin de sélectionner au mieux les sociétés créatrices de valeur à moyen terme.

1/ La situation économique

Nous pensons que la Fed comme la BCE sont et resteront fondamentalement accommodantes dans l'absolu. Le retard pris par la BCE a créé un décalage de cycle entre les banques centrales qui nuit à la visibilité globale. **Néanmoins, les politiques devraient rester accommodantes à court et moyen terme.**

Certes la croissance mondiale ralentit par rapport aux attentes de début d'année, mais elle se maintient toutefois à un niveau fort raisonnable, en dépit d'un ralentissement européen plus marqué qu'anticipé. En effet, le FMI vient de confirmer cette tendance en révisant à la baisse les perspectives de croissance mondiale (**avec néanmoins une accélération entre 2014 et 2015**), en anticipant un taux de +3,3% qui demeure toujours supérieur à la moyenne observée au cours des dix dernières années. Il est intéressant de souligner que le FMI ne fait qu'ajuster ses estimations à la publication des données macro-économiques estivales, son dernier rapport remontant en effet à avril 2014. Le monde n'est pas à l'arrêt, la croissance est bien réelle. Ce qui est sûr, c'est que la déconnection entre l'Europe et la Chine et les Etats-Unis est bien réelle et non temporaire.



La vraie surprise de ce trimestre provient de l'économie allemande, qui après avoir longuement joué le rôle de premier de la classe, rejoint le contingent des élèves médiocres. Est-ce durable ou passager ? Nous avons tendance à penser que ce trou d'air est temporaire et ne remet pas en cause les qualités fondamentales de l'élève à moyen terme. Cette séquence sur l'économie allemande aurait tendance à nous rappeler celle que nous avons connue aux Etats-Unis au premier trimestre, où, après une publication trimestrielle marquée par les effets de la vague de froid, nombre d'observateurs avaient affirmé que le modèle américain était structurellement brisé. Cet épisode allemand trouve sans doute son origine dans quelques effets statistiques saisonniers et dans les premiers impacts des sanctions prises à l'encontre de la Russie suite au conflit ukrainien.

Au final, la situation économique est quoiqu'on en dise meilleure aujourd'hui qu'il y'a un an même si l'accélération anticipée en début d'année n'est pas là. Il est aussi légitime d'anticiper une amélioration en 2015 en Europe ce qui une fois encore nous distingue de 2011. A noter que la récente baisse de l'euro, près de 8% sur le trimestre, ne manquera pas de venir en soutien des économies européennes. Elle permettra avec un décalage de 6 à 12 mois, un surcroît de croissance et de profitabilité.

2/ Le comportement des fonds et le positionnement

Le regain de volatilité récent est traditionnellement peu propice au stock-picking, les baisses étant assez systématiques en fonction du secteur et de la taille des sociétés. Alors que les small-caps sous-performaient déjà depuis mi-mars vs depuis mi-juillet pour les midcaps, le mouvement s'est accéléré depuis la rentrée dans un contexte de rachats de parts et de liquidité réduite. La semaine dernière a été particulièrement mauvaise avec des profils de performance rappelant ceux de l'été 2011.

Les fonds Pluvalca France Small Caps, Pluvalca AllCaps et Pluvalca Initiatives PME, ont donc été pénalisés par une aversion plus marquée au risque entraînant des sous-performances prononcées 1) des valeurs cycliques vs valeurs défensives et 2) des small caps vs mid/ large caps. Les fonds que nous gérons sont faiblement pondérés en valeurs dites défensives car nous les trouvons généralement trop chères en relatif compte tenu de nos attentes macro. Des achats ont été néanmoins réalisés en Neopost et Essilor suite aux baisses de l'été mais nous restons sous investis dans cette catégorie relativement aux indices.

	janv-14	févr-14	mars-14	avr-14	mai-14	juin-14	juil-14	août-14	sept-14	oct-14*	YTD
Pluvalca All Caps	-1,5%	6,5%	1,8%	-0,2%	2,1%	-1,6%	-3,3%	0,6%	-0,8%	-8,3%	-5,1%
Pluvalca France Small Caps	4,1%	7,5%	2,2%	-0,8%	2,8%	-1,2%	-4,3%	-0,8%	-0,9%	-8,3%	-0,6%
Pluvalca Initiatives PME	8,7%	7,9%	3,9%	0,2%	1,3%	-0,8%	-4,9%	1,6%	0,3%	-6,6%	11,1%
CAC 40	-3%	6%	0%	2%	1%	-2%	-4%	3%	1%	-7,8%	-5,2%
SBF 120	-2,7%	6,0%	0,0%	1,8%	1,0%	-2,2%	-3,8%	2,5%	0,3%	-7,6%	-5,1%
CAC MS	0,2%	7,6%	1,1%	0,3%	2,6%	-2,0%	-3,6%	0,6%	-2,3%	-7,7%	-3,7%
CAC Small	6,4%	7,6%	2,7%	-0,6%	0,6%	-1,6%	-4,1%	1,0%	-1,9%	-8,1%	1,0%
*au 10/10/2014											



Dans ce contexte, il est bon de rappeler que **Pluvalca France Small Caps** est un fonds composé de 90% de valeurs françaises très diversifiées géographiquement, avec comme signe distinctif une proportion élevée de sociétés dont la capitalisation est inférieure à 500 M€ (environ 50%). Cette particularité a été porteuse en 2013 et début 2014 mais est devenue pénalisante depuis avril et ce particulièrement depuis 1 mois.

Malgré ces conditions de marché difficiles, nous continuons à privilégier le stock picking. La majorité du fonds est construite autour de thématiques structurelles dont le poids relatif peut varier suivant notre scénario macro-économique. Les valeurs cycliques dans le portefeuille sont également soutenues par des catalyseurs propres comme le renouvelable pour Saft ou la restructuration pour Mersen ou Jacquet Metals.

Parmi les thématiques structurelles, nous distinguons:

1/ Les ruptures technologiques. C'est à la fois notre thématique favorite, la plus grande source de volatilité du fonds et celle qui nécessite le plus d'explications et de recul car le scepticisme accompagne traditionnellement le changement. En 1927, alors que le cinéma muet vivait ses derniers jours, Harry M. Warner, l'un des fondateurs de la Warner Brothers avait affirmé : 'Mais qui diable voudrait entendre les acteurs parler'. En 1943, le patron d'IBM, Thomas Watson, évaluait à 5 unités le marché mondial des ordinateurs. Le fonds détient des actions positionnées sur des innovations fortes telles que l'impression 3D (Groupe Gorgé), les puces de puissance (Dialog), le paiement mobile (Ingenico), la mesure d'ondes (Microwave Vision) ou les batteries de nouvelle génération (Saft)

2/ La santé. Le segment des biotechs a été un fort contributeur à la performance durant l'été mais a souffert de sa volatilité récemment. Une société comme Erytech vaut aujourd'hui moins que la veille de l'annonce de résultats cliniques très positifs. Ce segment est volatil par nature mais le potentiel de plusieurs de nos sociétés (DBV, Innate, Erytech...) s'est trouvé renforcé récemment. Nous sommes persuadés du potentiel de création de valeur de ce secteur au regard des récents succès des essais cliniques de nos titres et compte tenu de la sous-valorisation manifeste de ces titres face à leur pairs américains.

3/ Les valeurs recovery/deep value. Cela concerne des sociétés comme Fnac, Cafom, Sequana, dont le comportement boursier dépend de la capacité du marché à anticiper les bonnes nouvelles... En disant cela, on comprend que le dernier mois n'a pas été propice à baisser la prime de risque. Le potentiel de hausse de ces titres est néanmoins très significatif. Historiquement, ce segment a fortement contribué aux performances.

L'upside moyen pondéré du fonds à ce jour est de l'ordre de 40% ce qui est revenu dans la moyenne historique. Les remarques faites au sujet de PFSC sont par nature applicable à Pluvalca Initiatives PME.



Le fonds Pluvalca Allcaps détient une proportion de l'ordre de 20% des principales convictions midcaps du fonds Pluvalca France Smallcaps qui présentent le plus fort potentiel de valorisation à moyen terme (Fnac, Saft, Sopra, Atos). Cette composante qui avait contribué à la surperformance sur le premier semestre a été plus pénalisante depuis deux mois dans un contexte de baisse de marché plus manifeste sur les small et midcaps (en baisse de 16% depuis le pic de juin contre -11% pour le CAC 40). Parallèlement, même si le fonds a cherché au cours des deux derniers mois à se pondérer plus fortement en valeur \$ (Essilor, Sanofi, Neopost, Scor), sa sous-pondération en valeurs plus défensives l'a pénalisé dans ce contexte d'aversion extrême au risque.

La période de résultats qui commence va permettre au marché de se concentrer sur l'essentiel et nous pensons qu'il est aujourd'hui trop tôt pour remettre en cause le consensus 2015 compte tenu des éléments positifs tels que la baisse de l'euro, des matières premières, la faiblesse des taux et d'un environnement budgétaire globalement moins récessif. Le niveau de valorisation du marché européen est revenu au milieu de son couloir historique en termes de PE forward 12mois. Les entreprises, tout comme les économies profiteront de la croissance mondiale, les valeurs exportatrices de la baisse de l'euro et les valeurs industrielles de la baisse de prix des matières premières. Sur les actions, nous conservons toujours un biais sur les petites et moyennes valeurs qui constitue l'ADN de notre société et ne saurait être remis en cause par une période de sous-performance.

Notre équipe se tient à votre disposition pour répondre à toutes questions éventuelles.

L'équipe de gestion

