

Note spéciale de conjoncture

Au mois de janvier, le fonds Pluvalca Disruptive Opportunities (PDO) subit la plus importante correction -14% pour la part A au 26/01/22 depuis son lancement en 2016. Le contexte est bien identifié, à savoir, remontée de taux longs, tensions inflationnistes et une situation géopolitique tendue.

L'effondrement des cours de bourse implique un de-rating significatif de nos thématiques de rupture injustifié eu égard aux perspectives de croissance bénéficiaires de nos sociétés qui restent globalement inchangées.

Depuis leur plus hauts, deux tiers des valeurs du Nasdaq ont perdu plus de 40% de leur valeur et la moitié plus de 60%.

Les multiples de valorisations pour certaines valeurs de croissance comme HelloFresh ou Logitech sont actuellement inférieurs aux niveaux de mars 2020, alors que depuis les sociétés ont changé de dimension en termes de chiffre d'affaires, profitabilité, perspectives de croissance et de l'élargissement de leurs marchés adressables.



Source : Financière Arbevel, Bloomberg (au 26/01/2022)

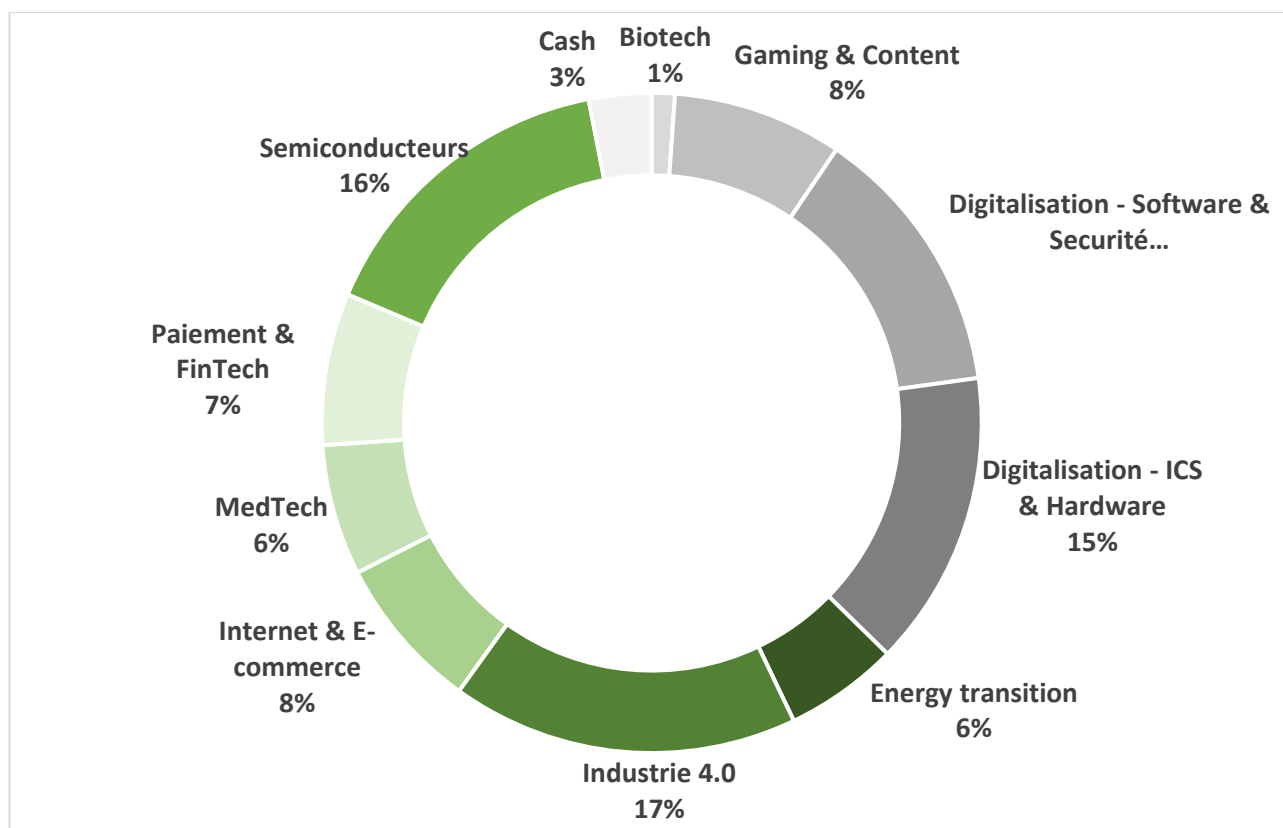
La sensibilité des prévisions de croissance des bénéfices de nos sociétés à une remontée des taux semble limitée, étant donné que 50% du portefeuille est en situation de trésorerie nette positive pour un ratio d'endettement moyen faible (dette nette / EBITDA) de 0.5x.

La correction observée sur les valeurs de croissance chères et non profitables est évidemment justifiable dans un contexte de remontée des taux. Or, le portefeuille de PDO est constitué à 93% par des sociétés réalisant un bénéfice opérationnel et plus de 80% génèrent des free cash flows positifs, ce qui souligne la

solidité de leurs business modèles et leur capacité à auto-financer leurs stratégies de croissance. Ainsi leurs valorisations via des DCF ne dépendent pas uniquement d'une valeur terminale lointaine très sensible aux taux utilisés.

Pour l'année 2022, nous nous attendons à un taux de croissance des bénéfices pondéré de l'ordre de 20%, en ligne avec les tendances observées depuis le lancement du fonds il y a six ans, reflétant l'ADN du portefeuille dont la croissance structurelle provient d'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).

Répartition thématique du fonds Pluvalca Disruptive Opportunities au 26/01/2022 :



Source : Financière Arbevel,

Ainsi, le PER pondéré de 21,4x fait ressortir un ratio PEG (multiple divisé par la croissance attendue) de 1,07x pour l'année en cours, soit le bas de fourchette observé depuis le lancement du fonds (de 1x à 1.6x). **Un niveau qui a souvent représenté un point d'entrée intéressant pour cette stratégie par le passé.**

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. Post-corrrection du mois de janvier, le potentiel d'appréciation moyen est de 50% par rapport à nos objectifs à 12 mois pour nos principales lignes. **Pour justifier les cours actuels, il faudrait utiliser un taux sans risque de 4,7% en moyenne, ce qui nous paraît fortement improbable ou traduisant les 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, ce qui ne semble pas évident au regard des récentes publications.

L'exemple extrême étant HelloFresh dont le cours actuel implique un taux sans risque de 8%, ce qui équivaut à une remise en cause de sa trajectoire de croissance avec un effondrement des marges à moyen terme, un scénario auquel nous ne souscrivons absolument pas.

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 de 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 paiement 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 via des 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.

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 +25bp	Upside vs cours actuel	Downside vs objectif "base case"	TSR +50bp	Upside vs cours actuel	Downside vs objectif "base case"	TSR justifiant le cours actuel	Bloomberg consensus	Upside/downside
ASM International	298,7	440	47%	2,0% / 8,0%	420	41%	-5%	402	35%	-9%	4,55%	425	42%
Dürr	38,6	53,7	39%	2,0% / 8,0%	51,6	34%	-4%	49,7	29%	-7%	4,40%	47,7	24%
Jenoptik	31,6	42,4	34%	2,0% / 8,0%	40,2	27%	-5%	38,1	21%	-10%	3,45%	38,8	23%
NENT (SEK)	356,8	645	81%	2,0% / 9,2%	618	73%	-4%	592	66%	-8%	6,05%	614	72%
Ericsson (SEK)	110,6	146	32%	2,0% / 8,5%	141	28%	-3%	136	23%	-7%	4,30%	129	17%
Hellofresh	53,5	112	109%	2,5% / 8,0%	107	100%	-4%	102,4	91%	-9%	7,80%	87	63%
Kion	81,9	110	34%	2,0% / 8,2%	105,8	29%	-4%	101,6	24%	-8%	4,45%	109	33%
ASML	590,1	735	25%	2,0% / 7,0%	692	17%	-6%	653	11%	-11%	2,50%	779	32%
CINT (SEK)	118,5	164	38%	2,0% / 8,0%	155	31%	-5%	147	24%	-10%	3,65%	159	34%
Logitech (CHF)	74,7	117	57%	2,0% / 8,0%	113	51%	-3%	109	46%	-7%	6,20%	96	29%
Moyenne			50%			43%	-4%		37%	-9%	4,74%		37%

Source : Financière Arbevel, Bloomberg (au 26/01/2022)

Rédigé le 28/01/2022 par l'équipe de gestion.

Pour plus d'informations : commercial@arbevel.com