

Un début d'année studieux pour Financière Arbevel

En ce début d'année, nous souhaitons vous transmettre le ressenti des récentes conférences auxquelles nous avons assisté ainsi que préciser le positionnement de nos fonds en ce début d'année. Nos équipes de gestion ont participé au séminaire small et mid cap Oddo à Lyon qui réunit plus de 263 sociétés, au Consumer Electronic Show qui s'est tenu à Las Vegas et la conférence JP Morgan, référence pour le secteur des sciences de la vie à San Francisco.

Feedback Séminaire Oddo...ralentissement certes mais pas de panique

Comme chaque année, l'équipe de gestion collective de Financière Arbevel s'est rendue au Midcap Forum d'Oddo qui a lieu à Lyon et où étaient présentes 263 sociétés, dont 41% étrangères couvrant tous les secteurs d'activité.

Une dizaine de membres de l'équipe de gestion (actions et obligations) a rencontré une centaine de sociétés.

Vu le contexte géopolitique et les tensions observées sur les marchés financiers, le climat aurait pu être morose mais il n'en a rien été. Le fameux « alignement des planètes » semble définitivement bien loin mais le climat était, pour la plupart des sociétés, en réalité constructif même si la prudence n'était jamais bien loin. Un ralentissement certes mais pas un coup de frein.

Les principales informations que nous avons retenues sont les suivantes :

1/ Le consensus risque d'ajuster ses perspectives de croissances bénéficiaires dans les semaines qui viennent. En effet, ce dernier tablait en début d'année sur 8% de croissance des BPA en 2019 tandis que les données Top/Down militent pour une croissance comprise 0% et 4%, ce qui nous semble plus réaliste. Cet ajustement aura lieu lors des publications de résultats annuels dans les prochaines semaines. A noter également que la base de comparaison du premier trimestre est compliquée, ce dernier ayant été très bon en 2018. La « relativement » bonne nouvelle cependant est que le marché anticipe une baisse d'environ 4% des résultats en 2019 aux niveaux de valorisations actuels.

2/ L'inflation salariale va continuer pour les industries notamment à plus faible valeur ajoutée. L'exemple le plus marquant est la hausse du SMIC en Espagne de plus de 20%. Les sociétés allemandes souffrent même d'une pénurie de main-d'œuvre. Ceci va être compensé en partie par des coûts de matières premières plus faibles mais les hausses de marges ne vont pas être mécaniques en 2019.

3/ Les valeurs industrielles les plus cycliques n'ont pas observé de ralentissement marqué à ce stade même si les bases de comparaison seront élevées. A notre avis, la prudence règnera néanmoins lors des guidances à venir. Les niveaux de stocks sont désormais structurellement plus faibles depuis 2008/2009 ce qui pourrait

limiter l'impact d'un ralentissement. La plupart des acteurs n'identifient pas de bulles dans leurs débouchés et nous n'avons pas vu de forts investissements de capacité ces dernières années.

4/ Les valeurs de R&D externalisée continuent de bénéficier des différents changements en cours et restent sur des tendances positives. Les valeurs de conseil ou de service informatique voient leur fortune aller de pair avec leur capacité à recruter. Le conseil est un peu plus prudent car en avance de phase d'au moins deux trimestres.

5/ Les valeurs liées à la consommation ont bien entendu souffert du mouvement des gilets jaunes en France mais cela reste gérable. En Allemagne, la consommation semble devoir rester bien orientée.

6/ Le M&A reste d'actualité mais les prix du non coté ne se sont pas ajustés aux baisses observées sur les marchés, ce qui freine les sociétés cotées. Les bilans ne semblent pas une contrainte à ce stade.

7/ Nous avons rencontré plusieurs sociétés en phase de recovery post année 2017/2018 difficiles (*CGG, ECA, Gorgé, K+S, Wacker Chemie, Nordex, Dürr...*) en raison de cycles industriels spécifiques. Nous considérons que ces histoires self-help pourraient retrouver de l'intérêt en 2019 dans un contexte de croissance molle.

8/ Quelques sociétés restent portées par des dynamiques spécifiques et fortes. *Soitec, Edenred, Balyo, GTT, MTU* sortent du lot selon nous.

9/ Malgré la valorisation qui peut sembler attractive, le secteur automobile doit faire face à une très faible visibilité notamment en raison de la Chine et l'Allemagne. Il nous semble difficile dans ce contexte de se repositionner significativement sur ce secteur ; un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine ou un plan de relance chinois pourrait modifier notre opinion.

Point de vue des gérants obligataires...des fondamentaux toujours solides

Côté crédit, les fondamentaux restent dans l'ensemble solides. Les sociétés que nous avons rencontrées conservent une politique financière prudente avec une stratégie d'acquisitions ciblée. La plupart d'entre elles sortent d'une phase de désendettement (2008-2016) avec un levier financier désormais maîtrisé. Elles ont réduit le coût de la dette et refinancé leur échéancier afin d'en rallonger la maturité. Les positions de liquidité sont également satisfaisantes.

Sur les secteurs les plus cycliques, les messages sur les carnets de commandes et les pipelines restent positifs. Certaines sociétés souffrent cependant de reports de contrats avec un impact négatif à court terme sur le chiffre d'affaires et le BFR mais ne voient pas d'annulations. D'autres commencent à ressentir une pression sur les marges et les cash-flows du fait du ralentissement de la croissance et des tendances inflationnistes. Le mouvement est loin d'être inquiétant dans la mesure où la base de comparaison est élevée (très bonne année 2017).

Les situations sont cependant contrastées :

1. Les émetteurs ne disposant pas de *pricing power* suffisant ou décalé dans le temps, tels *Elis* doivent poursuivre leurs efforts de gains de productivité, de croissance externe et de matérialisation de synergies face à la pression concurrentielle et à l'inflation des charges salariales.
2. D'autres comme *Indra Sistemas* ou *SGL Carbon* sortent d'une grande phase d'assainissement du bilan et de repositionnement des activités et doivent à présent renouer avec la croissance tout en se concentrant sur l'amélioration de la profitabilité et de la génération de Cash-Flows.

3. Nous avons été rassurés par le discours du management sur certaines valeurs de qualité telles que *Fresenius* ou *Nexity* et avons le sentiment que la sanction du marché en 2018 a été excessive. Même si la première a rencontré des problèmes spécifiques et la seconde doit naviguer dans un environnement un peu moins favorable, la qualité intrinsèque et la forte visibilité sur les perspectives de ces deux sociétés ne sont pas remises en cause. La trajectoire reste positive. Les deux sociétés ont d'ailleurs mis en place un plan de rachats d'actions en complément de leur politique de distribution de dividendes.
4. Enfin, nous constatons un dérapage inquiétant des cash-flows dans les secteurs les plus cycliques et intenses en capital avec notamment une forte augmentation des stocks et/ou des créances clients. Si ces situations ne sont pas vite normalisées elles peuvent engendrer des tensions sur le crédit des sociétés les plus fragiles (*Vallourec*, *SLM*) et nécessiter des mesures de restructuration de l'activité et d'assainissement (supplémentaire dans le cas de *Vallourec*) du bilan via cessions, augmentation de capital ou restructuration de la dette.

Feedback du CES 2019 : effet « Waouh ! » timide mais thématiques d'investissements intactes

Deux Gérants du fonds Pluvalca Disruptive Opportunities ont fait le voyage à Las Vegas pour la troisième fois consécutive.

Comme chaque année, le Consumer Electronic Show – CES - 2019 a présenté les innovations qui entraîneront des bouleversements profonds dans les années à venir : Intelligence artificielle, 5G, voiture autonome, Internet des objets et objets connectés, pour n'en citer que quelques-unes parmi les plus représentatives. Même si l'effet « Waouh ! » s'est un peu essoufflé, les innovations présentées, le niveau de participation des entreprises (5 000 sociétés dont de nombreuses chinoises), le public (180 000 visiteurs sur la semaine), ne semblent pas avoir été affecté par les incertitudes macro-économiques et politiques du moment.

De nos rendez-vous avec les sociétés présentes (semiconducteurs, équipementiers automobile, infrastructures technologiques, etc) nous ressortons confortés dans la validité de nos thèses d'investissement à long terme et ce malgré quelques incertitudes de court terme clairement identifiées. Au-delà des incertitudes politiques et du ralentissement de l'économie mondiale, les sources de faiblesse impactant le monde « tech » à court terme sont bien identifiées : Chine, *Apple*, niveau de stock élevé dans les datacenters, surcapacité dans la mémoire. Néanmoins, la vision à moyen et long terme reste intacte : l'avènement de la voiture autonome (et électrique), le déploiement des réseaux mobiles 5G ainsi que la mise en place de l'internet des objets entrainera une explosion des données qu'il faudra aussi traiter et stocker, créant ainsi une demande supplémentaire pour les acteurs de la chaîne semiconducteurs, infrastructures mobiles, logiciels et autres. Comme l'explique clairement lors d'un meeting, le vice Chairman de *DELL Technologies*, « nous sommes dans un cycle industriel d'investissement tiré par les technologies d'information, l'opportunité de marché pour tous les acteurs est énorme – afin d'accompagner les changements technologiques, il est nécessaire de mettre en place de nouvelles infrastructures et moderniser les existantes », en faisant abstraction du cycle économique.

Même si leurs dynamiques opérationnelles peuvent varier en fonction de leur exposition géographique ou produit, les fabricants de semiconducteurs sont unanimes : malgré un marché automobile mondial en recul, un marché des smartphones en légère baisse, les chiffres d'affaires devraient s'inscrire en progression grâce à l'accroissement du contenu par unité vendue et de nouveaux débouchés dans l'industrie, la santé ou encore le gaming. A titre d'exemple, *ON Semiconductor* estime à 200 à 300 \$ le contenu semi supplémentaire dans

une voiture électrique par rapport à une voiture à moteur combustible (notamment en puces de puissance) et encore plus pour une voiture autonome (processeurs, capteurs, LIDAR etc).

En ce qui concerne l'intelligence artificielle et l'internet des objets, après un « hype » initial qui a créé des attentes utopiques (en termes de chiffre d'affaires) à court terme, nous avons l'impression que les choses commencent à se mettre en place : 1/ grâce aux assistants personnels type Alexa d'Amazon, la voix semble être l'interface de choix pour les applications domestiques et consommateur au sens large ; 2/ les applications de l'intelligence artificielle sont identifiées quasiment dans tous les domaines de l'activité économique (y compris la santé, les transports, la distribution, les services financiers etc) ; 3/ les designs des puces et plateformes spécifiques (en termes de puissance de calcul, consommation d'énergie) pour ces débouchés par les sociétés semi sont de plus en plus nombreux (*Qualcomm, Intel, NXP, Nvidia, STM, Kalray* etc) ; 4/ après la définition des standards, la mise en place des réseaux spécifiques commence à se matérialiser (premiers tests de la 5G aux Etats Unis et en Asie prévue pour 2019-20, annonce des prix pour les réseaux de bande étroite dédiée à l'internet des objets par *T-Mobile*, les réseaux cellulaires IoT déployés en Chine et en Inde, etc.).

En conclusion, bien que la visibilité reste faible à court terme et que le premier semestre de l'année devrait représenter un point bas en termes de résultats des sociétés, un scénario de ré-accelération à partir d'été nous semble probable, soutenu par l'introduction de la nouvelle génération de produits (smart phones), l'absorption des surcapacité et stocks existants et de nouveaux débouchés qui devraient soutenir l'activité.

Feedback de la conférence biotech de JP Morgan...rester sélectif dans cette embellie boursière !

L'événement annuel de référence pour les sociétés innovantes dans le domaine de la santé s'est ouvert sur une note positive après l'annonce de l'acquisition de *Celgene* par *BMS* pour 74 milliards \$ et de *Loxo* par *Lilly* pour 8 milliards \$. Parallèlement, trois sociétés ont lancé des introductions en bourse sur le Nasdaq pour des montants importants.

Le sentiment positif a été renforcé par plusieurs jours de cotation en hausse début janvier faisant presque oublier la correction massive intervenue aux troisième et quatrième trimestre 2018 (l'indice Nasdaq Biotech a ainsi perdu plus de 25% entre un plus haut annuel début septembre 2018 et un point bas le 24 décembre de la même année).

Pour autant, la situation est très contrastée que vous disposiez de la trésorerie suffisante pour atteindre votre prochain objectif industriel (clinique, réglementaire, commercial) ou pas. En effet, les entreprises, qui vont devoir se refinancer à court terme, le feraient (si elles y parviennent) dans de très mauvaises conditions. C'est notamment le cas de nombre d'entreprises françaises.

Il est selon nous bien trop tôt pour célébrer la sortie du marasme boursier dans lequel nous sommes entrés en septembre 2015 : l'indice Nasdaq Biotech est toujours près de 20% en dessous de son plus haut historique de juillet 2015. Les investisseurs sont plus sélectifs que jamais et seuls les bons projets trouvent les financements nécessaires à la mise en œuvre des plans de développement clinique ou commercial.

La présence chinoise est toujours soutenue. *Orbimed*, l'un des grands artisans de l'explosion du modèle « crossover » des dix dernières années aux Etats-Unis, annonce que près de 47 milliards \$ ont été levés en private equity en Chine l'an dernier dans le secteur de la santé, ce qui représenterait près de 5 fois le montant levé aux Etats-Unis sur la même période ! Cette donnée reste cependant difficile à vérifier. Cela dit, les autorités américaines n'ont pas tardé à réagir en instaurant un nouveau mécanisme connu sous l'acronyme CFIUS. Ce mécanisme permet au régulateur américain de valider ou non toute prise de participation d'une

société étrangère dans une entreprise américaine entraînant a minima un accès des données sensibles et ce dans 27 domaines identifiés comme stratégiques dont bien sûr la biotech. La guerre économique a donc bien lieu et nous sommes très loin de la vision naïve développée en Europe lorsqu'il s'agit d'évoquer les Etats-Unis : ce n'est pas un pays ultra-libéral, c'est un pays particulièrement protectionniste, qui utilise toutes les armes réglementaires, juridiques, fiscales ou financières pour préempter l'innovation mondiale. Un exemple, le comportement de l'USPTO (l'office américain des brevets) : une demande de brevet sera traitée très sensiblement différemment en fonction de la nationalité du déposant. Certains murmurent que la FDA pourrait jouer un rôle également dans cette bataille impitoyable.

Concernant l'évolution scientifique et clinique, cœur même de ce secteur, nous constatons, que les immenses progrès annoncés dans la lutte contre le cancer ne sont pas pleinement au rendez-vous de 2018, ni de 2019 et ne se réaliseront pas avant des années. Un formidable souffle d'enthousiasme s'est levé au début des années 2010 avec l'émergence des inhibiteurs de points de contrôle plus connus sous le nom de « checkpoints inhibiteurs ». Ces produits allaient résoudre plus de 50% des cancers. Ce n'est pas le cas : on parle plutôt de 20 à 30% dans le meilleur des cas. C'est très au-dessus de la chimiothérapie et de la radiothérapie mais on est loin des 50%. De même, les CAR-T, cellules du système immunitaire programmées en dehors du corps du patient pour aller tuer la tumeur, une fois réinjectées, ne trouvent pour l'instant pas leur marché malgré des taux de réussite sur les cancers liquides proches de 40%. Ces traitements cellulaires ne pourraient selon nous être diffusés largement que dans l'hypothèse où l'approche allogénique (utilisation de cellules de donneurs sains) est validée par un essai clinique sanctionnée par la FDA ou l'EMA (agence européenne du médicament). A date seule *Celllectis* et ses partenaires *Servier* et *Allogene Therapeutics* sont à même de délivrer un tel résultat dans les deux années à venir. Les prochaines « modes » portent sur les anticorps bi-spécifiques, qui commencent à montrer des résultats préliminaires spectaculaires sur des tumeurs liquides et plus généralement sur les molécules susceptibles de briser les défenses mises en place par les tumeurs solides pour anéantir l'action du système immunitaire.

La fameuse « NASH » (hépatite non alcoolique typique des personnes souffrant d'obésité notamment), délivrera son verdict en 2019 selon toute vraisemblance. *Gilead* devrait publier en premier des résultats de Phase 3 mais personne n'attend d'issue positive au regard de ce qui a été publié à ce jour. *Genfit* et *Intercept* sont au coude-à-coude, l'américain devant publier avant le français, qui projette de dévoiler les résultats de sa Phase 3 en fin d'année 2019. Il n'est pas raisonnable de parier pour l'un ou l'autre mais nous saluons les résultats récemment publiés par *Genfit* dans la PBC (ou Cholangite Biliaire Primitive), maladie touchant moins de personnes que la NASH et dont les caractéristiques se rapprochent par certains aspects de cette dernière.

La liste des maladies susceptibles de voir de nouveaux traitements arriver dans les prochains mois est longue et nous n'avons pas l'espace pour toutes les aborder ici. Que retenir de 2018 et qu'attendre de 2019 à l'issue de cette 37^{ème} édition du Festival de Cannes (San Francisco en l'occurrence) des Biotechs ?

2018 a été une année record en matière d'autorisations de mise sur le marché délivrées par la FDA. 2018 a été une année record en matière de levée de fonds en private equity : pour certains, c'est un signe avant-coureur d'une crise massive comme en 1999. Mais, car il y a un mais, 2018 a été une mauvaise année boursière, qui a suivi une très mauvaise année 2016 et une année moyenne en 2017. 2019 pourrait être une bonne année pour les biotech cependant le poids des événements macroéconomiques (Brexit, guerre commerciale Etats-Chine, ralentissement de la croissance mondiale) restera prédominant. Plus que jamais, c'est le stock-picking qui permettra de tirer son épingle du jeu comme en 2017 et 2018 où nous avons sélectionné des étoiles montantes (*Pharming*, *Argen-X* et *Evotec* par exemple) ou des entreprises éligibles à une acquisition (*AAA*, *Tigenix* et *Ablynx* par exemple).

Quelques mots sur le positionnement des fonds en ce début d'année

Pluvalca France Small Caps

Son positionnement a évolué courant 2018 afin d'augmenter la liquidité du fonds. Les deux principaux faits détracteurs à la performance l'an dernier, à savoir le poids des small caps et les valeurs technologiques contribuent positivement en ce début d'année 2019. Nous restons sous-pondérés en valeurs de croissance chères compte tenu du risque de de rating. Nous avons intégré des sociétés telles que *Iliad*, *Air France* ou *SES Global* comme nouvelles positions. Nous privilégions les histoires spécifiques et les valorisations attractives tout en surveillant la situation bilancielle. En clair, nous continuons à privilégier le stock-picking malgré la contre-performance que cela a induit en 2018. Nous pensons qu'une telle situation s'équilibrera sur le moyen terme notamment via le M&A et les deals industriels. Le différentiel de valorisation entre les actifs cotés et non cotés nous semble exagérée.

Pluvalca Initiatives PME

Ce fonds se positionne plus que jamais en ce début d'année sur un profil de stock-picking rigoureux sans contrainte de style, avec un mix : 1) de valeurs offrant un profil de croissance visible et récurrente, 2) de valeurs ayant subi un de-rating qui nous paraît excessif et décorrélié des fondamentaux, et 3) de sociétés en phase de recovery ou offrant une exposition à des thématiques qui nous sont chères (digitalisation, cybersécurité...). En ce début d'année, nous restons peu exposés aux sociétés très sensibles au cycle économique. De façon générale, nous privilégions les valeurs offrant un track-record de publications reconnu, un management de qualité, une structure financière solide, et une valorisation attractive déconnectée des fondamentaux économiques. Par ailleurs, nous pensons que le retour du M&A (par des acteurs industriels ou des acteurs du private equity) pourrait être un catalyseur pour redonner confiance au marché, et nous essayons de rester vigilants sur les sociétés qui pourraient constituer des cibles.

Pluvalca Europe Small Caps

Sur ce nouveau fonds, l'attention est portée sur 1/ des sociétés en croissance ayant du pricing power et un bon niveau de rentabilité, mais dont la valorisation semble raisonnable, 2/ des sociétés en retournement soit du fait de cycles spécifiques, soit de mesures de restructuration. La conférence a été l'occasion de rencontrer de nombreuses sociétés allemandes. L'inflation salariale dans ce pays et la pénurie de personnel qualifié sont mentionnées par toutes les sociétés, mais le décalage entre la correction de marché et le ton des entreprises interpelle, notamment pour les sociétés exposées à l'automobile (*Dürr*, *Stabilus*). Dans le contexte de marché actuel, le fonds se concentre sur des titres plus liquides et porte une attention particulière à l'endettement des sociétés. Certaines sociétés ayant eu un exercice 2018 difficile nous semblent intéressantes, telles que *K+S*, *Wacker Chemie*, *Nordex*. Le ton de *MTU* (sous-assembleur pour les motoristes d'avions) reste très confiant avec un potentiel de bonnes surprises en défense et sur les petits appareils.

Pluvalca AllCaps

Pluvalca AllCaps positionne en début d'année sur un profil « blend ». Nous restons surpondérés sur des valeurs défensives qui s'avèrent peu sensibles au cycle économique et aux multiples aléas géopolitiques particulièrement présents dans la première partie de l'année comme *Orange* ou *Sanofi*. Nous maintenons bien évidemment notre exposition aux thématiques qui sont chères à Financière Arbevel (digitalisation, cybersécurité, vieillissement de la population, marques premium), à travers *Soitec*, *STMicroelectronics*, *Thalès*, *Korian* ou *LVMH*. Nous avons néanmoins commencé à repondérer significativement les financières (*Crédit Agricole* et *AXA*) dont les valorisations nous paraissent injustifiées au regard des perspectives bénéficiaires 2019. La pondération des midcaps qui avait été réduite de 40% du portefeuille en 2017 à 20%

en 2018 pourrait être à nouveau revue en hausse compte tenu des valorisations de certaines midcaps de qualité particulièrement attractive.

Pluvalca Disruptive Opportunities

Dans le contexte d'incertitudes politiques et macroéconomiques, nous abordons l'année 2019 confiants mais toutefois prudents. Notre positionnement n'a pas été modifié depuis la fin de l'année dernière. Nous avons maintenu une approche multithématique, la composition du portefeuille reflétant le résultat de notre analyse fondamentale de différents dossiers et de leurs potentiels d'appréciations. La thématique la plus représentée reste l'Industrie 4.0 représentant 23% du portefeuille, suivi de la Cyber sécurité/Software/Cloud pour 13%. Après la forte correction observée depuis le mois de septembre, l'upside total de notre portefeuille est d'environ 45% actuellement (basé essentiellement sur nos propres modèles de valorisation). Le PER médian ressort à 18,9x pour une croissance médiane des bénéfices de 18,1% pour 2019E. Bien qu'un certain risque d'ajustement des estimations à la baisse persiste toujours sur 2019-20E, ces niveaux de valorisation nous paraissent raisonnables au regard des perspectives de croissance de sociétés du portefeuille à moyen et long terme. Depuis l'été dernier, nous avons quelque peu reconcentré le portefeuille – 68 titres contre 85 à la fin juin et un top 10 représentant 27% contre 22% à la fin juin. La poche de liquidités de 7% nous laisse une marge de manœuvre intéressante pour se renforcer ou saisir d'autres opportunités disruptives quand l'horizon macro-politique s'éclaircira.

Pluvalca Biotech

Les fondamentaux de l'industrie restent positifs. La croissance du secteur (+9% par an) reste forte et portée par l'innovation. Jamais les sociétés pharmaceutiques n'ont autant investi pour s'assurer des relais de croissance face à la menace des génériques. Le M&A est à l'honneur en ce début d'année, avec deux opérations importantes (BMS/Celgene, Eli Lilly/Loxo oncology) et devrait se poursuivre.

La pression sur les prix des médicaments aux Etats-Unis est moindre, avec un nouveau président du HHS favorable à l'industrie pharmaceutique et il y a du pricing power pour les nouveaux traitements innovants (trulicity, Truvada, Genvoya, Eliquis, Opdivo, Keytruda). Les prix très élevés des nouveaux traitements qui soignent en une seule prise peuvent se justifier par leurs efficacités et les économies qu'ils permettent post-traitement. Néanmoins, leur financement pose problème à court terme et de nouvelles pistes sont explorées aux Etats-Unis. Ainsi, pour son premier CAR-T vendu 475 K\$, *Novartis* propose un mécanisme de remboursement si le patient ne répond pas au traitement. *Bluebird* a annoncé récemment vouloir proposer l'étalement sur 5 ans du prix d'un futur médicament en thérapie génique, annoncé à 2,1 M\$.

L'environnement réglementaire est favorable avec un nombre de nouveaux médicaments approuvés FDA record en 2018 (55 contre 46 en 2017 et 22 en 2016), dont 58% dans les maladies rares qui profitent souvent de procédures d'enregistrement accélérées. Néanmoins, bon nombre de biotechs européennes sont mal préparées aux procédures d'enregistrement et exigences des agences américaine et européenne et ont du mal à obtenir leur AMM (déceptions sur *Erytech*, *DBV*, *Nanobiotix*, *Kiadis*, *Hansa*). En outre, le shutdown aux Etats-Unis et le transfert de l'agence européenne de Londres à Amsterdam risquent d'allonger les délais d'obtention d'AMM tout au long de 2019.

Dans ce contexte, et après un début d'année 2019 en net rebond (Nasdaq biotech +12%, Nextbiotech +9%) porté par l'engouement du M&A, il convient d'être sélectif et de privilégier les dossiers en phase II ou III sur des maladies à fort besoin médical, plutôt qu'en phase d'obtention d'AMM, les valeurs européennes bien établies, qui ont signé des deals, n'ont pas de problème de trésorerie et/ou qui commercialisent déjà de futurs blockbusters, les partenaires des sociétés de biotechnologie, qui profitent d'une tendance à l'externalisation de la recherche et de la production. Parallèlement, nous avons vendu ou réduit nos positions

sur des sociétés mono-produit risquant de rencontrer des problèmes de financement, accroissant la liquidité du fonds.

Pluvalca Multibonds

L'allocation est résolument portée sur l'Europe avec une priorité donnée sur les émetteurs français et allemands. Le cœur de la zone euro devrait bénéficier de la stabilisation de l'économie chinoise et plus généralement de la détente des tensions commerciales maintenant que les risques sont beaucoup plus visibles aux Etats-Unis. Si le ralentissement économique est réel, le risque d'un atterrissage dans la douleur nous semble excessif. Après la correction de 2018, les niveaux de rémunération paraissent attractifs sur les hybrides d'entreprises et le segment inférieur (B) du marché à haut rendement. A l'inverse, le segment supérieur (BB) pourrait accueillir les « anges déchus » de l'investissement grade dans des proportions significatives. Enfin, nos positions en obligations convertibles par nature sur des émetteurs small/mids devraient bénéficier du retour d'appétit pour ce segment. Sur le directionnel, la prudence restera de mise même si le grand saut obligataire qui verrait les taux de référence corriger fortement ne sera pas encore pour cette année.

Pluvalca Evolution Europe

Après une année 2018 marquée par de violents mouvements de consolidation ainsi qu'un regain de volatilité, le fonds Pluvalca Evolution Europe débute l'année avec un positionnement relativement « défensif », afin de se prémunir de tout risque de nouvelles consolidations générées par des facteurs exogènes. En effet, en ce début d'année, l'exposition brute aux actions est de 36% et l'exposition nette de 30%, les obligations représentent 48% du portefeuille et les produits de trésorerie 16%. Le cœur de portefeuille est composé de 11 valeurs, essentiellement des grandes capitalisations boursières aux caractéristiques communes : valeurs internationales, bilans solides, croissance relativement stable, et dividendes généreux (2,8% de rendement estimé au 31/12/18). Notre exposition aux small-mid caps (moins de 5 milliards de capitalisation) est de l'ordre 16%. Il faut noter que pour cette dernière, 5% de l'exposition est constituée de valeurs sous OPA (*Gemalto* et *Amer Sports*) qui s'assimilent à des quasi-liquidités. Si nous ne cédon pas au pessimisme ambiant anticipant une récession mondiale, nous restons cependant prudents à l'aube des publications annuelles, qui risquent de ne pas enthousiasmer les investisseurs, et ce malgré des niveaux de valorisations relativement déprimés. Sans être volontairement contrariants, nous pourrions profiter de cette période pour nous ré-exposer progressivement aux actions, une fois les ajustements de prévisions bénéficiaires réalisées. Sur la partie obligataire, l'allocation reste centrée sur l'Europe avec une préférence pour le cœur de la zone (60% des investissements sur la France et l'Allemagne). La correction a été généralisée sur le crédit en 2018 et certains segments commencent à présenter des opportunités. On pense au haut rendement et le compartiment B en particulier ainsi que les obligations convertibles dont le gisement s'est enrichi en small et mids caps, cœur de cible de la Financière Arbevel.

Rédigé par l'équipe de gestion, le 18/01/2019.