

Focus Juin 2018

Roche-Brune Zone Euro Actions

Le début d'année 2018 a été marqué par l'attrait des investisseurs pour des valeurs *Growth* : les entreprises à forte croissance, déjà survalorisées, sont devenues des **valeurs refuge** face a) au flou géopolitique et b) à la crainte d'une éventuelle décélération de la croissance mondiale. Le secteur du luxe en est un bon exemple : il a atteint des records en matière de performance et de valorisation. Prévoir ou Allianz se retrouvent en tête des classements alors que les gestions *Blend* ou *Value* telles l'Echiquier, Roche-Brune, ou Dorval sont à la traine.

Depuis l'origine notre gestion n'a pas varié. Elle est fondée sur la recherche **d'entreprises de qualité à un prix raisonné** ; orientée en partie sur des valeurs cycliques, elle a clairement pâti de la conjoncture de marché et ce, avec une magnitude unique dans l'histoire de notre société de gestion.

A l'instar de ce que nous avons fait en 2007 et en 2014, nous avons déclenché en mars 2018 notre **plan « Alpha Check »**, repris au Comité de Surveillance du 21 juin dernier. Nous en donnons le détail et les conclusions dans ce document.

1/ Positionnement à fin juin 2018 : sectoriel & géographique

Notre portefeuille est surpondéré sur l'Industrie (35% vs. 16% pour l'indice), les Services aux consommateurs (12% vs. 6%) et sous-pondéré sur les Financières (8% contre 21%), les Télécommunications (0% vs. 3%) et l'Energie (2% vs. 6%). Rien d'anormal : nous sommes comptablement toujours sous-exposés au secteur des banques et des assurances (même si en risque, nous sommes neutres). Dans le même temps, nous privilégions toujours les entreprises solides, transparentes et créatrices de valeur de l'économie réelle. Il existe actuellement un biais géographique France, Autriche et Italie, ainsi qu'une sous-exposition sur les valeurs allemandes.

Nous sommes des *stock pickers* : notre exposition n'est que la résultante de notre sélection.

2/ Performance de juin 2018

La performance de la part I du fonds Roche-Brune Zone Euro Actions est de -3,71% quand son indice de référence l'Euro STOXX Net Return affiche -0,82%, soit un écart de **-289 bps**.

90% de cette performance négative par rapport au benchmark est dû à l'effet sélection et non à l'allocation (qu'elle soit sectorielle ou géographique). Listons les principaux détracteurs (contribution négative de -10 bps à -20 bps par titre) :

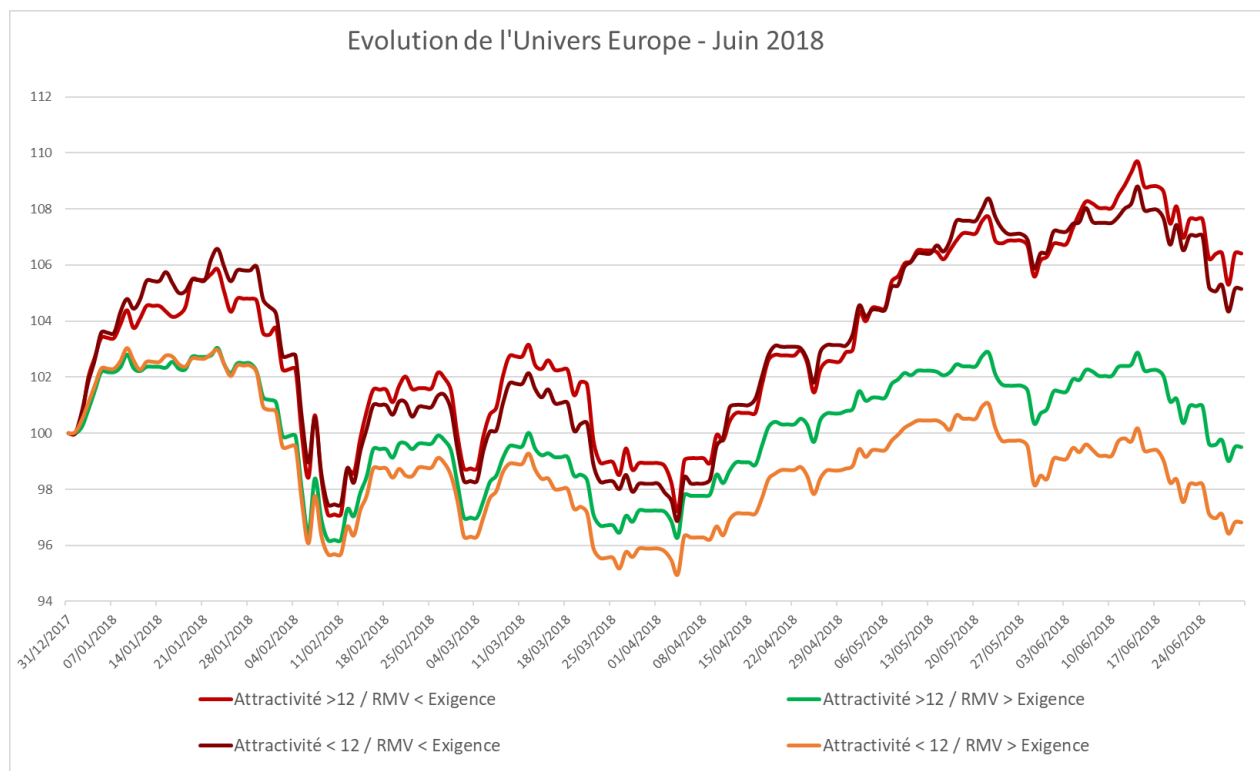
- Biens de consommation : Faurecia / Continental / Valeo / Cie Automotive
- Services aux consommateurs : Fnac Darty / Jeronimo Martins / RTL Group
- Valeurs industrielles : Nexans / Prysmian / Stabilus / Duerr
- Autres : Grandvision / Veolia Environnement / Bechtle / Suez

L'accidentologie spécifique n'est pas la raison. En revanche, on peut noter que ces valeurs sont nombreuses (environ 15, soit plus du quart de notre portefeuille). La sous-performance est donc diffuse, plutôt cyclique, et liée principalement aux valeurs des secteurs de l'automobile et de la consommation.

Quant aux principaux contributeurs positifs, nous retenons Kapsch Trafficcom, Andritz, Valmet, Salini Impregilo pour les valeurs industrielles ; Nokian et Alten figurent aussi en bonne place sur le mois. Trop peu nombreuses, elles ne peuvent pas compenser.

En juin, les valeurs de qualité chères ont encore été prisées ; toutes les autres valeurs (y compris celles à bon prix et de qualité) ont baissé. Le *momentum* sur ces valeurs est très fort et alimente la hausse : ce facteur est fragile et possiblement violent en retournement. Nous émettons l'hypothèse d'une « bulle larvée » sur ce segment de marché. Le graphique suivant, particulièrement parlant, montre l'évolution de l'univers Actions en Europe sur les 6 premiers mois de l'année (données MUST à janvier 2018).

- En rouge foncé : les valeurs chères de qualité (+6.4% au S1)
- En rouge vif : les valeurs chères de mauvaise qualité (+5.2%)
- En vert : les valeurs bon marché de qualité, notre univers des possibles... (-0.5%)
- En orange : les valeurs bon marché de mauvaise qualité (-3.2%)



3/ Plan « Alpha check » : analyse et recherche d'explications

- Opérationnelles : tout est en place. Roche-Brune Asset Management est une société indépendante depuis maintenant un an ; le fondateur possède 89% du capital ; les salariés et quelques amis les 11% restants ; nos fonds propres sont de 1.5 mEUR et notre trésorerie de 2.2 mEUR ; l'équipe de gestion a fait plus de 100 rencontres de sociétés en 2018 ; plus de 80 rendez-vous clients et 5 séminaires ont été organisés par ailleurs de février à juin.
- Structurelles : rien n'a changé dans M.U.S.T, dans notre processus, dans nos outils, et dans la disponibilité des gérants (au contraire). Nous avons maintenu notre taux d'investissement. Nous n'avons pas utilisé d'instruments dérivés correcteurs.
- Emotionnelles et immatérielles : notre rigueur et notre discipline nous évitent tout biais dans la sélection, l'assemblage et le dosage. A contrario, les opérateurs de marché achètent en ce moment des entreprises dont les capitalisations boursières semblent avoir une forte proportion d'intangible.

- **Conjoncturelles** : les primes de risque de nos valeurs sont de plus en plus favorables. Nous anticipons un deuxième semestre plus adapté à notre gestion. Notre création de valeur ne s'est pas révélée depuis un an environ, et notre « réservoir d'alpha » est toujours intact. Ainsi, nos portefeuilles affichent des multiples bien supérieurs à ceux de leur indice de référence (hors finance) :

- ✓ La croissance du **résultat net** 2018 anticipée des entreprises du fonds Roche-Brune Zone Euro Actions (+15.6%) est presque deux fois plus élevée que celle de l'Euro STOXX® hors finance (+8.9%)
- ✓ Malgré des marges plus faibles, le ROCE et l'intensité capitalistique de nos valeurs ressortent supérieurs
- ✓ La conjonction de ces éléments nous conforte dans leur fort potentiel de création de valeur en 2018

	<i>En médiane, chiffres 2018</i>	Roche-Brune Zone Euro Actions	Euro STOXX® hors finance
Indicateurs	Attractivité	13,6 / 20	10,3 / 20
	Intensité capitalistique (Ventes / Actifs Engagés)	2,4	1,0
	Rentabilité des Actifs Engagés (ROCE)	20,7%	13,4%
	Solvabilité (couverture de la dette)	5,9 mois	16,2 mois
	Croissance du Résultat Brut d'Exploitation	9,4%	6,5%
	Croissance attendue du Résultat Net	15,6%	8,9%

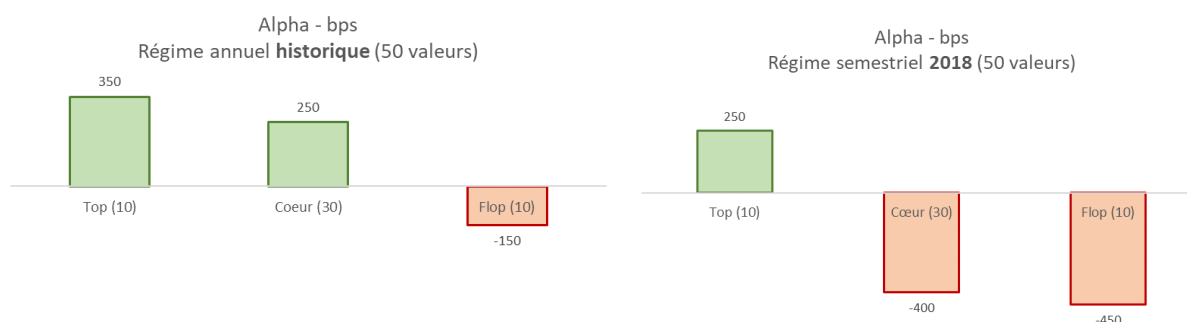
Source MUST au 18/06/2018

Dans le cas d'une éventuelle consolidation de marché, nous répliquerons l'attitude que nous avons adoptée en octobre 2014 : recentrer notre portefeuille sur nos convictions les plus fortes en suivant un *driver* unique, le **levier opérationnel**. Notre objectif est de trouver des valeurs dont le profil « **5%/10%/15%** » suit la séquence :

- ✓ 5% de croissance du Chiffre d'Affaires
- ✓ 10% de croissance de l'EBIT
- ✓ 15% de croissance du Résultat Net

Ce dispositif permettrait un retour de la **construction de l'alpha en rythme annuel**, semblable à celui que nous avons connu de 2013 à 2017 inclus ; il nous a valu le Lipper Awards 5 ans du meilleur fonds Actions Zone Euro en 2018. Les graphes suivants sont illustratifs pour 50 valeurs, bruts de frais :

- **+450 pb** de 2013 à 2017, en rythme annuel
- **-600 pb** en 2018, sur un seul semestre



Au sein de Roche-Brune Zone Euro Actions, voici les **14 valeurs** que nous dégagons ; ce sont nos plus fortes convictions :

Nom	Activité	Capitalisation boursière
ALTEN SA	Ingénierie et conseil en technologies	2 982
ANDRITZ AG	Conception et la fabrication d'équipements et de systèmes de production industrielle	4 695
BARCO N.V.	Solutions de visualisation et d'affichage	1 335
BECHTLE AG	Distributeur de matériel informatique	2 858
BRENTAG AG	Distributeur de produits chimiques	7 367
CIE AUTOMOTIVE SA	Equipementier automobiles	3 901
FAURECIA	Equipementier automobiles	8 909
FNAC DARTY SA	Distribution de matériel électroménager et dans la culture	2 203
IMERYS SA	Extraction et la transformation de minéraux	5 269
IPSEN	Groupe pharmaceutique	11 128
MANITOU BF	Conçoit, produit, distribue et assure le service de matériels de manutention	1 272
PFEIFFER VACUUM TECHNOLOGY	Fabricant de pompes à vide	1 380
PRYSMIAN SPA	Production de câbles d'énergie et de télécommunications	4 955
STABILUS SA	Spécialiste des vérins à gaz et amortisseurs	1 944

<i>En médiane, chiffres 2018</i>	14 convictions	Euro STOXX® hors finance
Attractivité	13,8 / 20	10,3 / 20
Intensité capitalistique (Ventes / Actifs Engagés)	2,6	1,0
Rentabilité des Actifs Engagés (ROCE)	18,8%	13,4%
Solvabilité (couverture de la dette)	5,9 mois	16,2 mois
Croissance du Chiffre d'Affaires	13,0%	2,9%
Croissance du Résultat Brut d'Exploitation	14,3%	6,5%
Croissance attendue du Résultat Net	23,9%	8,9%

Source MUST au 18/06/2018

Informations complémentaires

Les présentes publications vous sont communiquées à titre purement indicatif et ne constituent

- ni une proposition, ni une offre d'achat ou tout autre transaction portant sur les instruments financiers qui y sont visés et
- ni un conseil en placement. Il convient de prendre toute décision d'investissement dans les instruments financiers visés dans les présents documents après avoir pris connaissance des versions les plus récentes des prospectus (disponibles gratuitement auprès de la société Roche-Brune AM et sur le site internet www.roche-brune.com) Les futurs investisseurs sont tenus d'entreprendre les démarches nécessaires afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation de leur investissement, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui leur sont applicables. Les opinions contenues dans les présents documents peuvent être modifiées sans avis préalable. Les investisseurs sont tenus de veiller à disposer de la dernière version disponible des présents documents.

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Les données de performance ne prennent pas en compte les commissions ou frais contractés à l'émission ou au rachat des parts.

Si vous souhaitez obtenir des informations complémentaires, contactez Roche-Brune AM à l'adresse suivante : info@roche-brune.com. Vous pouvez vous référer aux prospectus des fonds sur le site www.roche-brune.com

Roche-Brune AM, société par actions simplifiée.

Société de Gestion de Portefeuilles agréée sous le numéro GP04000049

19 rue Vivienne - 75002 Paris

01 40 41 57 90