

Lettre annuelle de gestion

2026

Chers co-investisseurs,

L'actualité a été tellement riche en ce début d'année que la rédaction de notre lettre annuelle en a été quelque peu bouleversée et retardée.

L'année 2025 a été un bon cru pour les performances de nos fonds BDL Rempart et BDL Convictions. C'était une belle façon de fêter nos vingt ans et de vous remercier de votre fidélité. L'année 2026 commence elle aussi sous les meilleurs auspices, mais il est bien entendu trop tôt pour célébrer.

Performance*	2025	YTD
BDL Rempart (part C)	18.0%	7.7%
BDL Convictions (part C)	23.8%	8.7%
STOXX 600 (SXXR)	19.9%	4.9%
Ester (€STR capitalisé)	2.2%	0.2%

Avant de revenir sur nos investissements, nous souhaitons formuler un appel au bon sens. Nous souhaitons que nous, Européens, cessions d'être les dindons de la farce s'agissant de notre économie et de notre épargne.

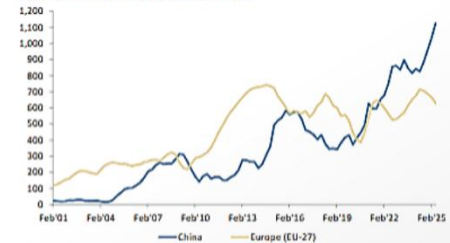
Sur le plan économique, tout d'abord, puisque les règles mises en place par nos dirigeants européens ou nationaux contribuent à laminier notre tissu économique. Nos importations venant de Chine semblent inarrêtables depuis dix ans, tandis que nos exportations vers l'Empire du Milieu stagne, voire régressent. Cette situation ne nous surprend pas : nombre de chefs d'entreprise que nous rencontrons nous indiquent qu'il est de plus en plus difficile pour eux d'y développer leur activité, tant les conditions de concurrence y sont féroces. Les autorités chinoises mettent tout en place pour favoriser les acteurs aux capitaux locaux.

A l'inverse, ici en Europe, nous avons mis en place un système qui fait une part tellement belle aux importations

que les entreprises ayant la capacité d'arbitrer l'allocation de leurs investissements choisissent, dans la mesure du possible, de les réaliser en dehors de l'Europe. Notre devoir fiduciaire nous impose, d'une part, de confier nos capitaux à des entreprises très peu exposées à la Chine, et d'autre part, à des patrons qui réallouent leurs investissements de croissance vers des zones plus prometteuses que l'Europe.

L'Europe se laisse broyer par les importations chinoises...

Total Net Exports (4QA, \$bn): China and Europe

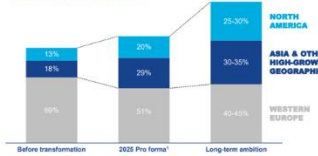


Note: Values are calculated as the 4-quarter moving average, based on quarterly data. Source: LSEG Data & Analytics, Morgan Stanley Research

... donc les entreprises réallouent leurs capitaux hors de l'Europe

PRIORITY COUNTRY PLATFORMS TO INCREASE EXPOSURE TO HIGH-GROWTH GEOGRAPHIES

SHARE OF GROUP SALES



PRIORITY COUNTRIES FOR CAPITAL ALLOCATION



2026 - 2030:
5-8%
SALES GROWTH*

14 CAPITAL MARKET'S DAY - OCTOBER 6, 2025
1. The firms to invest operations and distributors
2. On average in total countries, excluding any major economic downturn and/or major downturn

Source : LSEG Data & Analytics, Morgan Stanley Research

* Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais, hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur.

Les performances YTD sont arrêtées au 10/02/2026.

Notre industrie financière n'est pas en meilleur état. La gestion passive a pris le contrôle et l'Europe en paie aujourd'hui le prix. Sous couvert de gestion à bas coûts, poussée par les autorités, nous transférons inexorablement la propriété et la gouvernance de nos entreprises en dehors de l'Europe. Nous écrivions déjà l'an dernier que l'abus de gestion passive déforme l'allocation du capital. Ce diagnostic s'est renforcé car la gestion passive représente désormais plus de 50% de la gestion collective, concentrée dans un oligopole de trois acteurs américains (BlackRock, Vanguard, State Street) qui représentent l'essentiel du marché des ETFs.

Les conséquences sont logiques. Suivre les indices de façon mécanique oriente les capitaux vers les États-Unis qui représentent environ 70% de l'indice MSCI World pour 25% du PIB mondial. L'Europe n'en représente plus que 8%. Ainsi, l'épargne des européens est dirigée inexorablement hors de nos frontières. Nos entreprises sont privées des capitaux dont elles ont besoin pour se développer. Les investisseurs européens détiennent, sans toujours en avoir bien conscience, beaucoup plus d'actions américaines qu'auparavant, de l'ordre de 40% contre 15% au sortir de la grande crise financière.

Cette façon mécanique d'allouer les capitaux en suivant les indices est procyclique : la gestion passive achète ce qui a déjà monté et accentue ainsi la formation des bulles. En résumé, les épargnants européens financent le plus souvent à leur insu les bulles spéculatives et la guerre de l'intelligence artificielle à laquelle se livrent les GAFAM.

Il est probable, nous y travaillons, que tous ces excès nous favorisent. Ces tendances boursières rendent certains cours de bourse totalement déconnectés des fondamentaux des entreprises, à l'achat comme à la vente. Si notre méthode d'investissement s'inscrit dans la durée, elle ne fonctionne pas chaque année ni chaque mois. Le plus important est de tenir le cap, de garder nos convictions sur une allocation intelligente de nos capitaux et de savoir être patients. Car tôt ou tard, quand des cours de bourse deviennent trop déconnectés de la réalité, « quelque chose » se passe pour remettre de la rationalité au centre du jeu. Cela peut prendre différentes formes : une OPA, un dividende spécial, un rachat d'actions, la cession d'une filiale sous-estimée et sous valorisée ou encore un changement de management.

Nous avons profité de ce phénomène en 2025 sur deux sociétés dont nous étions actionnaires de longue date : JDE Peet's, deuxième fabricant de café mondial, et Just Eat TakeAway, leader dans les livraisons de repas à domicile. Ces deux OPA ont été réalisées à des prix significativement au-dessus de ceux du 31 décembre 2024 et ont contribué à hauteur de 5% de la performance des fonds.

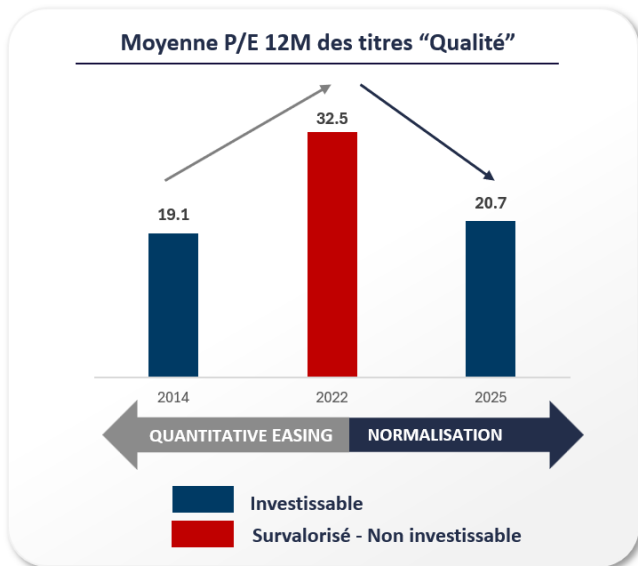
Nous bénéficions, en ce début d'année 2026, d'un autre cas. L'assureur suisse Zurich Insurance vient de communiquer son intention de racheter la société d'assurance anglaise Beazley, dont nous sommes actionnaires depuis janvier 2025. Un management de qualité et leur activité d'assureur dans la cybersécurité font de Beazley une pépite en forte croissance qui nous semblait très largement sous-valorisée par le marché.

JDE Peet's, Just Eat TakeAway et Beazley sont trois exemples qui montrent le bien fondé d'acheter des entreprises avec de bonnes positions concurrentielles et des prix raisonnables : si la gestion passive et les marchés ne se rendent pas compte de la valeur intrinsèque de nos investissements, des acheteurs industriels finissent par saisir les opportunités et corrigent ces inefficiences temporaires.

Il convient par ailleurs d'apprivoiser l'essor de la gestion factorielle et thématique, un autre phénomène des marchés modernes. En 2025, nous avons tiré parti de ces rotations systématiques pour prendre des profits sur 25% de nos investissements et réinvestir dans des entreprises de belle qualité avec des valorisations que nous n'avions plus vues depuis plus de 10 ans. Ces types de gestion (passive, thématique, factorielle) ont un point commun que nous trouvons formidable : la valorisation ne rentre pas en compte dans leur processus d'investissement. Il est donc fort probable que leur essor conduise à grossir les excès et, par conséquent, génère des opportunités dont nous devrions pouvoir profiter.

La thématique « qualité » en est une parfaite illustration. Cette stratégie automatique, qui achète les entreprises présentant le plus de visibilité sur l'évolution de leur chiffre d'affaires et de leur rentabilité, a rencontré beaucoup de succès au moment des taux d'intérêts négatifs. Tellement de succès qu'en 2022, les investisseurs acceptaient de payer des multiples aberrants de 33 années de profits pour ces entreprises, contre un déjà très cher 19 années de profits en 2014.

Là encore, in fine, « quelque chose » a fini par arriver et ramener de la rationalité : l'inflation est revenue brutalement. Les banques centrales ont dû remonter rapidement leurs taux directeurs. Le coût du capital n'était plus gratuit. Le PE est passé de 33x à 21x.



Parmi ces entreprises, certaines affichent désormais des valorisations plus que raisonnables, et nous en profitons pour investir. Aujourd'hui, nous sommes actionnaires de huit entreprises européennes parmi les cinquante disposant des plus beaux modèles économiques. Nous n'en détenons aucune il y a encore dix-huit mois dans la mesure où les valorisations ne laissaient pas de marge de sécurité suffisante. Espérons que les aberrations des gestions automatisées nous permettent d'en acheter d'autres. Il nous semble que ce début d'année, qui nous a tant occupé au point de retarder quelque peu la diffusion de cette lettre, en soit une bonne illustration !

La conséquence est que la qualité de notre portefeuille long est au plus haut depuis 10 ans, les valorisations de nos investissements restant attractives à 13x de PE.



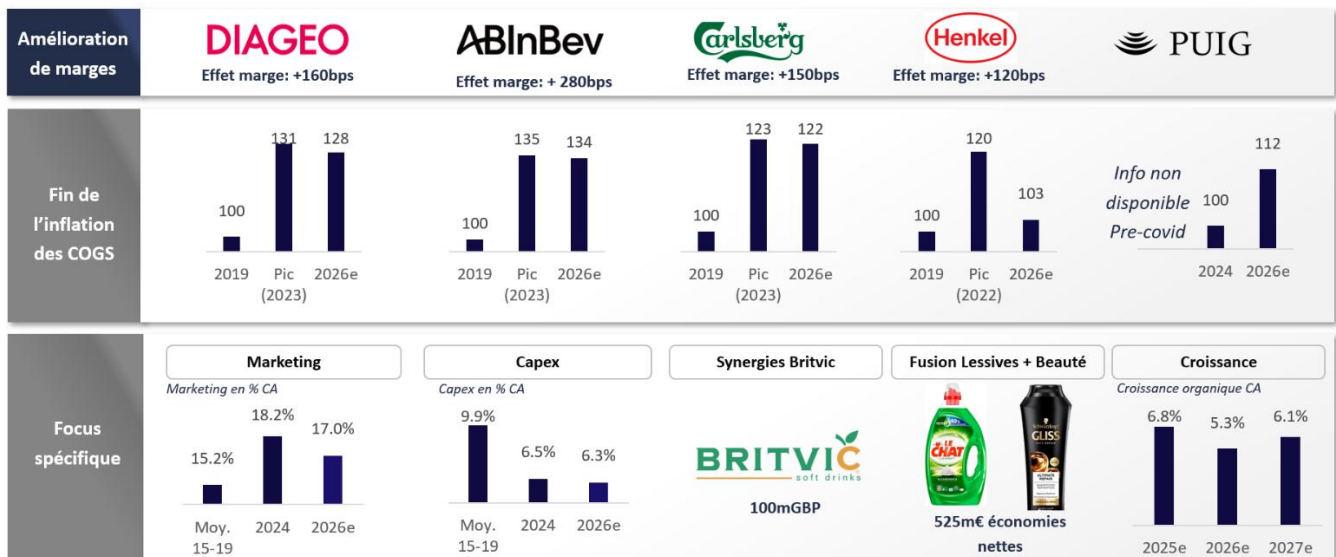
Investissements longs

Au cours des derniers mois, nous avons pris nos profits sur un ensemble de positions et repositionné le portefeuille sur des secteurs et valeurs plus prometteurs.

- Ces quatre dernières années, nous avons beaucoup de positions sur le secteur bancaire. L'environnement reste bon : les marges nettes d'intérêts se tiennent, les frais et commissions sont en croissance et les coûts tenus. Toutefois, il nous semble que la rentabilité se situe désormais sur des points hauts. Les valorisations n'offrent plus de décote suffisante par rapport aux autres opportunités que nous souhaitons saisir actuellement.

Par ailleurs, nous sommes inquiets de voir le secteur dans sa globalité devenir une composante beaucoup trop importante du facteur « momentum » du marché. Un nombre croissant d'achats de banques sont provoqués par des cours de bourse qui montent plutôt que par une analyse approfondie et intelligente des fondamentaux et des valorisations de chacune d'entre elles.

- Nous avons renforcé nos investissements dans les produits de consommation courante (boissons, produits cosmétiques et ménagers). Nous sommes actionnaires de Puig, Carlsberg, Diageo et AB InBev. Malgré le ralentissement de la croissance et le pincement de leurs marges après la vague d'inflation, ces entreprises conservent une très belle rentabilité, avec en moyenne une marge opérationnelle de 20%, un retour sur capital employé de 28%, une conversion du résultat net en cash de 100%. Nous avons privilégié dans nos choix celles qui ont la possibilité de faire progresser leurs marges, qu'il s'agisse d'une baisse du marketing chez Diageo, d'une baisse des capex chez AB InBev, ou encore de synergies de coûts chez Carlsberg et Henkel.



Source : Publications d'entreprises, Bloomberg

• Nous avons également beaucoup investi dans les entreprises liées à la santé. Nous avons toujours consacré beaucoup de notre temps sur ce secteur, sans toutefois pouvoir y investir depuis une dizaine d'années en raison de valorisations excessives. C'était, en ce sens, davantage un terrain fertile pour des investissements à la baisse. Leurs valorisations sont au plus bas depuis 20 ans en raison de l'annonce des tarifs de l'administration Trump, des politiques chinoises d'achats groupés, de la baisse de confiance des consommateurs sur les produits comme les prothèses auditives, et de la faiblesse du dollar à laquelle ces

entreprises sont généralement fortement exposées. Parmi nos investissements figure notamment l'entreprise Convatec, une société cotée en Angleterre et spécialisée dans les maladies chroniques. Convatec occupe des positions de leader sur des marchés de niche, très concentrés et en croissance. Elle a été abimée par son passage dans les mains de fonds de private equity. Après plusieurs années de redressement, grâce à une nouvelle équipe dirigeante qui a remis de l'investissement dans l'innovation, Convatec retrouve un niveau de croissance et de rentabilité semblable à son concurrent principal, le danois Coloplast.

Divisions	Advanced Wound Care	Ostomy Care	Continece Care	Infusion Care
Description	Pansements pour plaies chirurgicales et chroniques	Poches d'ostomie	Cathéters	Kits de perfusion pour insuline et traitement Parkinson
Produits				
% du CA	32% du CA	28% du CA	22% du CA	18% du CA
Croissance du marché	~6% p.a.	~4-5% p.a.	~4% p.a.	~8% p.a.
Position	#3 Global	#3 Global	#1 aux US	#1 Global
Compétition				

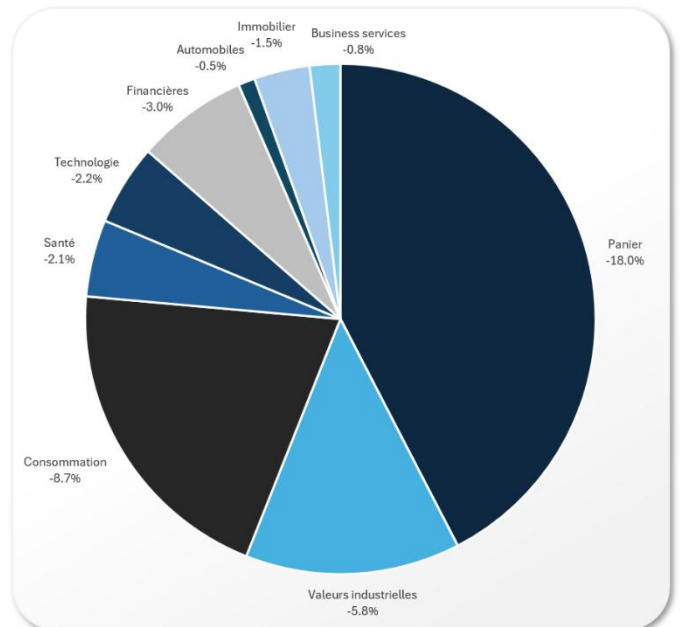
Source : BDL Capital Management

- Enfin, nous continuons de faire confiance à deux entreprises dont l'évolution boursière a été décevante en 2025.
 - Nous restons admiratifs de la transformation du groupe Saint-Gobain sous la houlette de Benoit Bazin. Mais à court terme, le taux de croissance aux États-Unis a été décevant. Les taux d'intérêts élevés continuent de peser sur le secteur immobilier et l'année 2025 a été une année sans ouragan alors que 2024 avait été exceptionnellement active, favorisant toutes leurs activités liées aux toitures. La reprise des demandes de permis de construire en Europe en 2025, après deux années très difficiles, permettra de renouer avec la croissance.
 - L'entreprise familiale espagnole Puig devrait également revenir en odeur de sainteté. Nous détenons désormais 2% du capital et avons profité de la forte baisse du multiple de valorisation depuis leur introduction en bourse pour renforcer notre investissement. Nous aimons ce métier de la parfumerie aux marges brutes et aux barrières à l'entrée élevées. Il reste encore beaucoup de zones géographiques dont le taux de pénétration de la parfumerie reste très faible.

Investissements shorts

Sur la partie short de notre portefeuille, nous avons généré un alpha positif pour la quatrième année consécutive. Les évolutions mises en place depuis la Covid portent leurs fruits. Nous avons élargi notre boîte à outils : au-delà des titres vifs, notre expertise historique, nous recourons également à des paniers, des indices et des options afin d'avoir une gestion plus dynamique de notre exposition nette au marché.

	Poids	% book short	PE 12 mois
Risques EPS	-13%	30%	27.4x
Compression multiples	-3%	7%	35.4x
Bilan / Compta	-5%	11%	17.9x
Pression structurelle sur l'activité	-5%	11%	17.0x
Paniers	-18%	41%	37.6x
			PE 12m 29.9x



Source : BDL Capital Management. Données au 21/01/2026.

Développement

Vous êtes de plus en plus nombreux à nous faire confiance. La collecte nette atteint 800 millions d'euros en 2025, portant nos encours à 3,7 milliards d'euros.

Afin d'accompagner cette croissance, nous avons modifié la structure de notre équipe d'analyse en passant d'un fonctionnement en binôme à une structure en trinôme. L'intérêt de cette évolution est de faciliter la formation continue de nos analystes et d'élargir la couverture industrielle de nos talents. Nous cherchons à recruter deux analystes supplémentaires pour notre nouvelle organisation.

Par ailleurs, Louis Larere est nommé co-gérant de BDL Convictions.

BDL S'engage



Nos investisseurs contribuent directement au fonds de dotation « BDL s'engage ». En 2025, nous avons poursuivi notre soutien auprès d'associations intervenant autour de trois axes structurants : l'éducation, la santé et le patrimoine.

Au-delà de l'engagement financier de BDL Capital Management, « BDL s'engage » entend également s'inscrire dans une démarche d'implication humaine concrète, en accompagnant activement les projets qu'il soutient.

• **Éducation :**

- Collège Loyola (Marseille) : Le 13 novembre 2025 a marqué une étape majeure avec l'inauguration officielle de cet établissement dans les quartiers Nord de Marseille, projet que nous soutenons depuis sa genèse. Ouvert avec deux classes de 6ème, le collège montera en puissance pour accueillir à terme 500 élèves sur 4 200 m², offrant une pédagogie d'excellence accessible à tous.
- École Antoine de St Exupéry : Pour notre 6ème année d'accompagnement, nous avons emmené la classe de CE2 au Château de Vincennes pour une journée de découverte historique, conclue par un atelier de création de blasons.

- École de Production : Nous maintenons notre soutien à la réinsertion des élèves en rupture scolaire via le financement d'infrastructures techniques.

• **Santé :**

- Le temps de l'AVC : Nous avons eu l'honneur de financer la première saison (10 épisodes) de ce podcast initié par le Professeur Eric Jouvent (AP-HP). Ce projet lève le voile sur le parcours de soin, de l'urgence à la reconstruction quotidienne, offrant un regard sans filtre aux familles touchées.
- Association Aïda : Après avoir accueilli sa fondatrice Léa Moukanas dans nos bureaux, nous avons financé le dispositif « Highway to Health ». Entre juin et juillet 2025, plus de 200 jeunes touchés par le cancer se sont réunis pour échanger et se projeter dans l'après-maladie à travers 40 activités.
- Syndrome FOXG1 : L'équipe BDL a fièrement porté les couleurs de cette association lors des 20 km de Paris. Au-delà du défi sportif, notre soutien financier vise à accélérer la recherche vers un traitement espéré d'ici 2030 pour cette maladie génétique rare.
- Institut du Cerveau : Poursuite de notre soutien à la recherche sur la sclérose en plaques et Parkinson.

• **Patrimoine :**

- Suivez la flèche : Nous avons pris part au lancement du projet de reconstruction de la flèche de la basilique de Saint-Denis, aux côtés de l'initiative Suivez la Flèche. Un geste fort en faveur du patrimoine français, mais aussi un soutien à la transmission des métiers d'art et de tradition.

Hughes Beuzelin et toute l'équipe de BDL Capital Management

10 février 2026

Contacts



Bertrand Merveille
Directeur Général
bertrand.merveille@bdlcm.com
+33 6 18 29 07 92



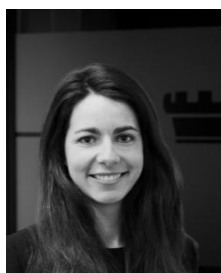
Victorien de Gastines
Directeur commercial
victorien.degastines@bdlcm.com
+33 6 83 35 67 95



Périne André
Relations investisseurs
Perine.andre@bdlcm.com
+33 6 37 79 16 57



Cyril Michot
Relations investisseurs
cyril.michot@bdlcm.com
+33 6 49 45 28 79



Camille de Chaudenay
Relations investisseurs
camille.dechaudenay@bdlcm.com
+33 6 76 99 21 46



Théo Romarin
Relations investisseurs
theo.romarin@bdlcm.com
+33 6 76 57 82 64



Flavien Del Pino
Développement Espagne
flavien.delpino@bdlcm.com
+34 687 842 435



Romain Mayer
Développement Suisse
romain.mayer@bdlcm.com
+41 78 820 10 55



Alessandro Curti Da Porto
Développement Italie
alessandro.curtidaporto@bdlcm.com
+39 345 82 39 433



Ulysse Grall
Responsable du Service Clients
ulyse.grall@bdlcm.com
+33 1 56 90 52 00

À propos de BDL Capital Management

Fondée en 2005, BDL Capital Management est une société de gestion indépendante spécialisée dans l'investissement en actions.

L'équipe de gestion applique une approche fondamentale, indépendante et de long terme, fondée sur une analyse approfondie des entreprises et une gestion rigoureuse des risques.

Notre gamme historique, composée de BDL Rempart (stratégie long/short) et BDL Convictions (stratégie long-only) est complétée par trois solutions originales, conçues pour capter des moteurs de croissance spécifiques : BDL Transitions Megatrends, BDL Entrepreneurs et BDL Durandal.

[Visitez notre site internet](#)

[Retrouvez-nous sur LinkedIn](#)

Avertissements

Ceci est une communication publicitaire.

Veillez vous référer aux DIC/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels.

Le présent document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la Société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à fournir, et ne devrait pas être utilisé pour des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles se rapportent à la situation à la date de rédaction et proviennent de sources internes et externes considérées comme fiables par BDL Capital Management.

La référence à certaines valeurs est donnée à titre d'illustration. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication.

Les investisseurs peuvent perdre tout ou partie de leur capital, attendu que les Fonds n'offrent pas de garantie de capital. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital.