



# Point Trimestriel

**Message des entreprises & opportunités d'investissement**

**BDL Rempart & BDL Convictions**

26 mai 2026





01

**BDL Capital Management**

La société de gestion



# BDL en quelques chiffres

## Des années d'expérience

21 années  
d'expérience des marchés  
actions européens

## Des encours croissants

4 milliards €  
pour 5 fonds sous gestion

## Une collecte nette dynamique

800 millions €  
en 2025  
560 millions €  
depuis le début de l'année

## Une présence internationale

3 bureaux  
Paris, Madrid, Genève

## Un esprit intrapreneurial

42 intrapreneurs  
40% des rémunérations  
réinvesties dans les fonds

## Une équipe de gestion solide

17 gérants/analystes  
experts sur leurs secteurs qui  
rencontrent en moyenne 1000  
entreprises par an.

## Une société de gestion indépendante

100% français et  
indépendants  
Libres dans nos convictions.



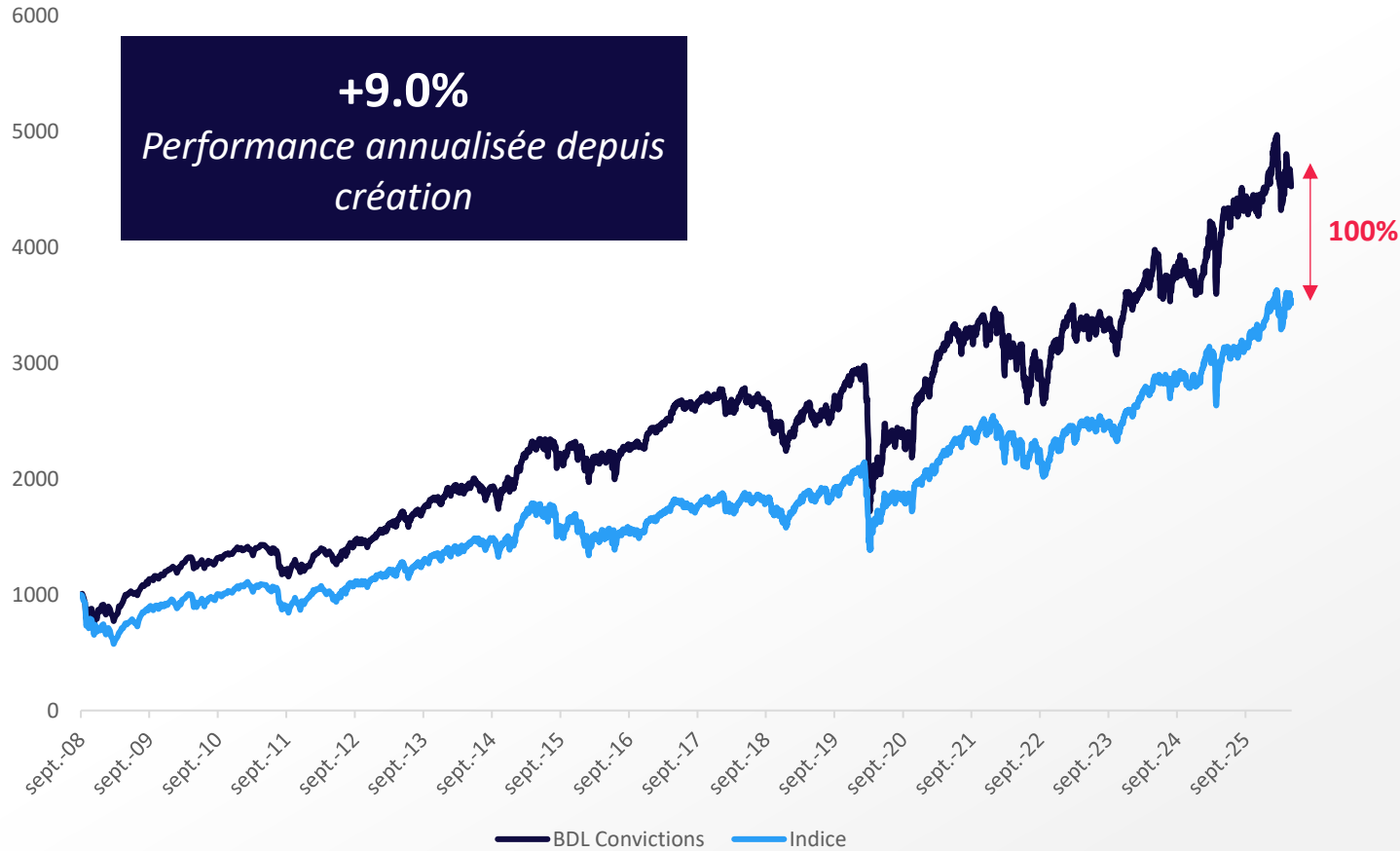


02

**BDL Rempart & BDL Convictions**  
Les performances



# BDL Convictions : performance depuis la création



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie.

**1.9 milliard d'euros**

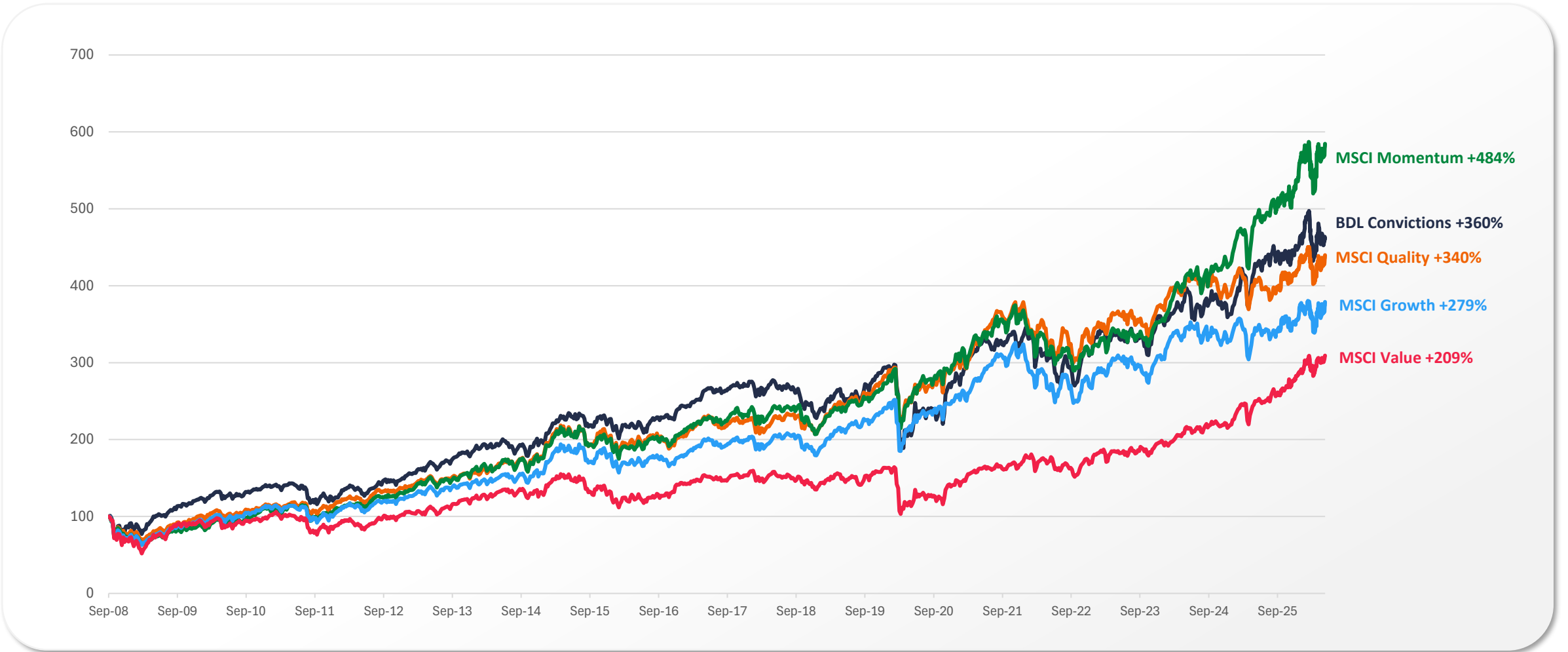
Encours sous gestion

**14 années sur 18**

de surperformance

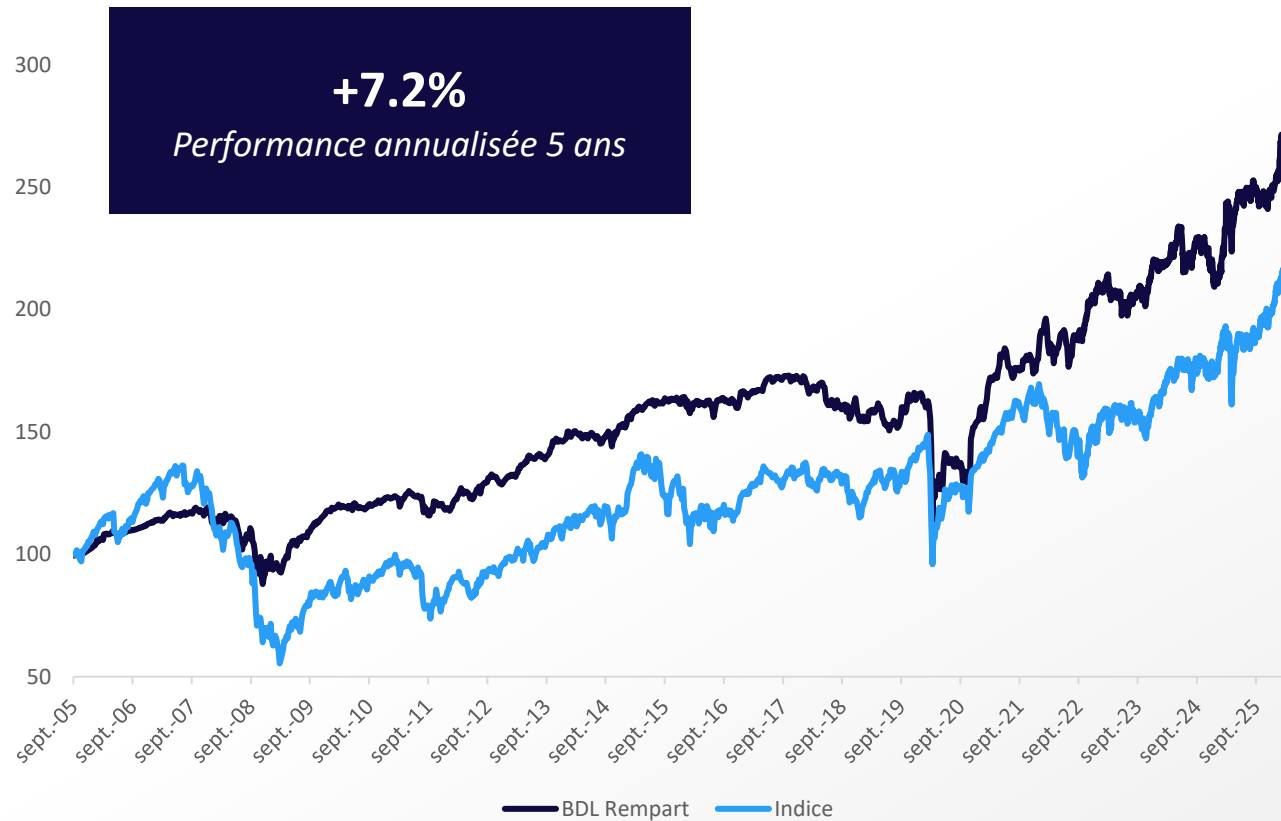
Performance	BDL Convictions	Indice
YTD	<b>+2.2%</b>	+6.4%
2025	<b>+23.8%</b>	+19.9%
2024	<b>+1.1%</b>	+8.7%
2023	<b>+15.6%</b>	+15.8%
2022	<b>-6.9%</b>	-10.7%

# BDL Convictions vs Facteurs



Source : BDL Capital Management  
Données au 21/05/2026. Performances nettes de frais.

# BDL Rempart : +20 ans d'historique de performance



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie.

**1.7 milliard d'euros**

Encours sous gestion

**Volatilité 1 an 8.3%**

Volatilité 1 an indice 11.9%

**17 années sur 21**

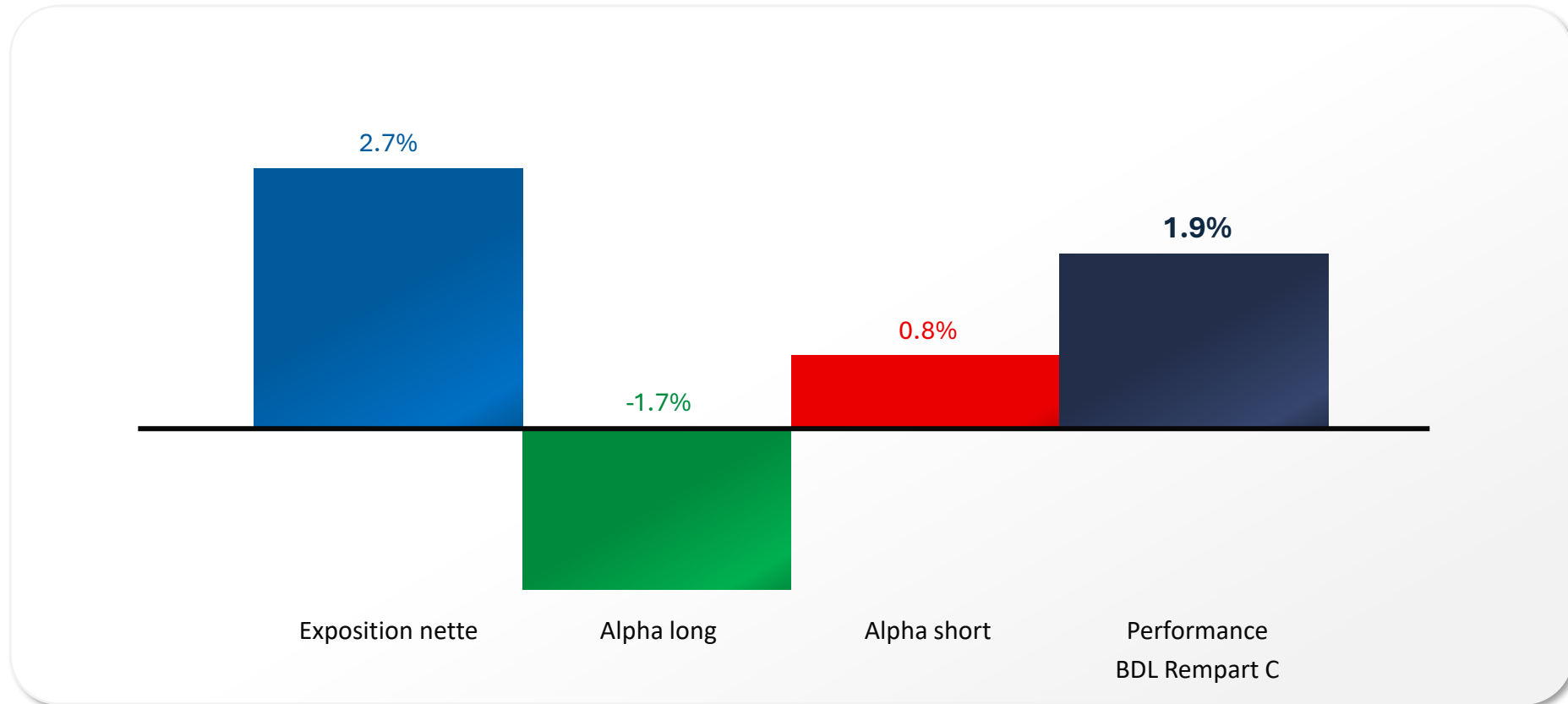
Alpha Long

**14 années sur 21**

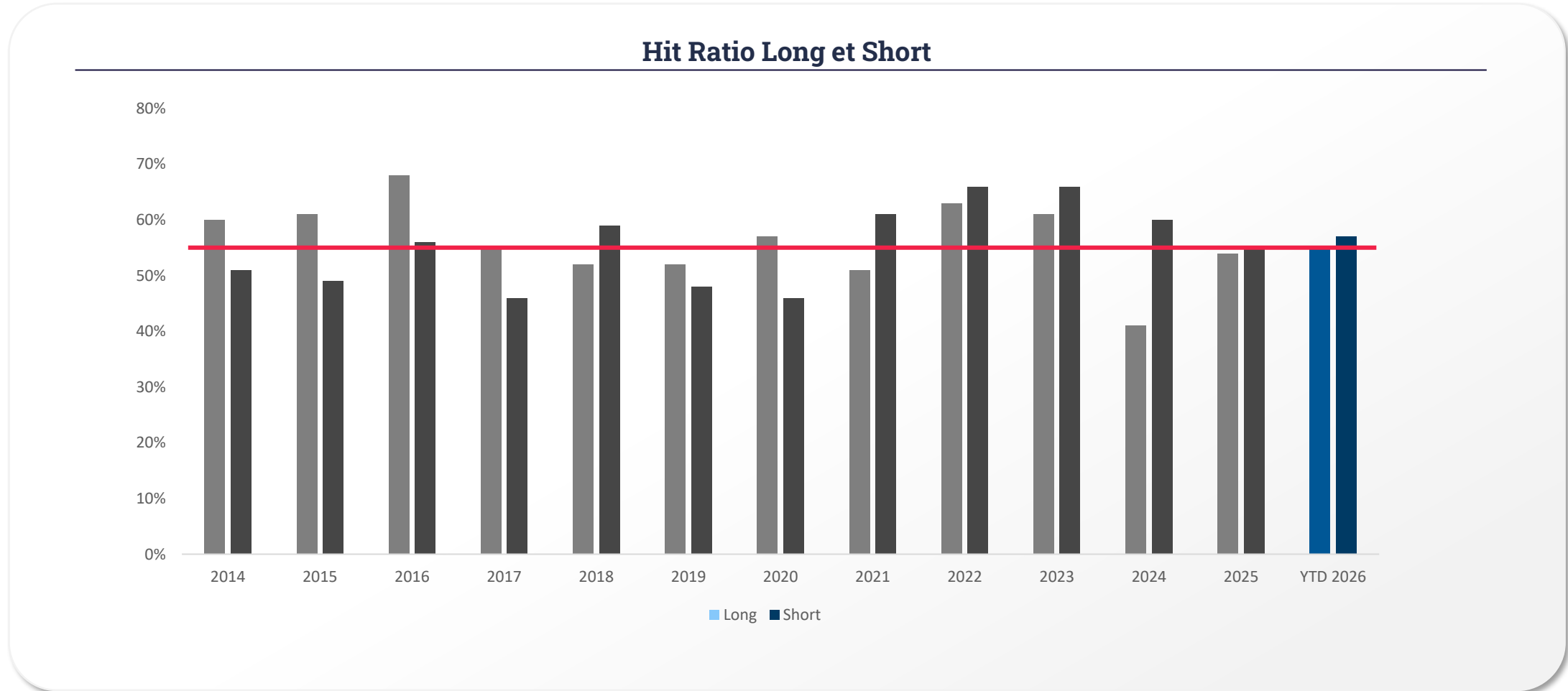
Alpha Short

Performance	BDL Rempart	Indice
YTD	<b>+1.9%</b>	+4.8%
2025	<b>+18.0%</b>	+16.7%
2024	<b>-2.8%</b>	+3.8%
2023	<b>+6.0%</b>	+12.7%
2022	<b>+14.9%</b>	-12.9%







## Attribution de performance BDL Rempart



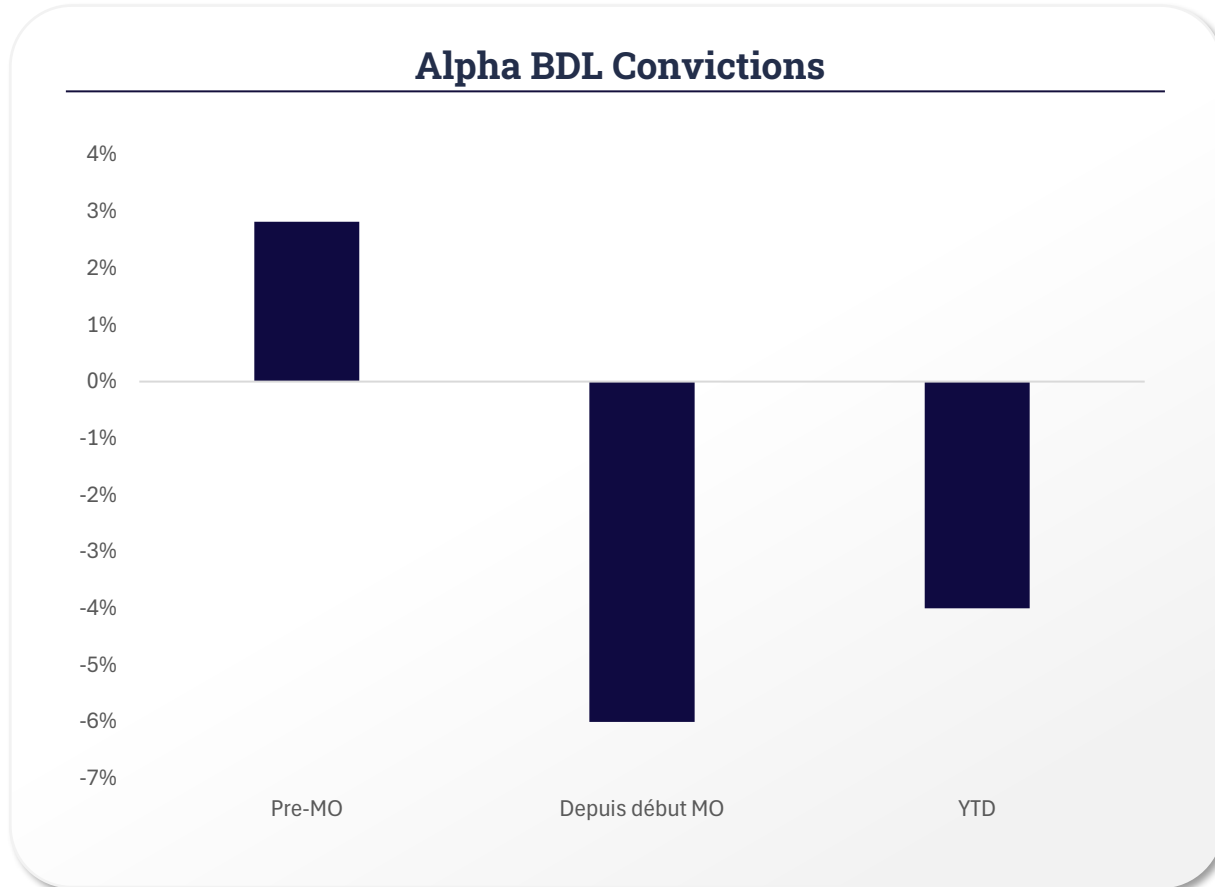
# Alpha long et short : rebond du hit ratio



# Alpha long : principaux contributeurs

	+	-
Compounder	 LONDON STOCK EXCHANGE 	 
Valorisation		

# Analyse de la performance : avant et après le conflit au Moyen-Orient



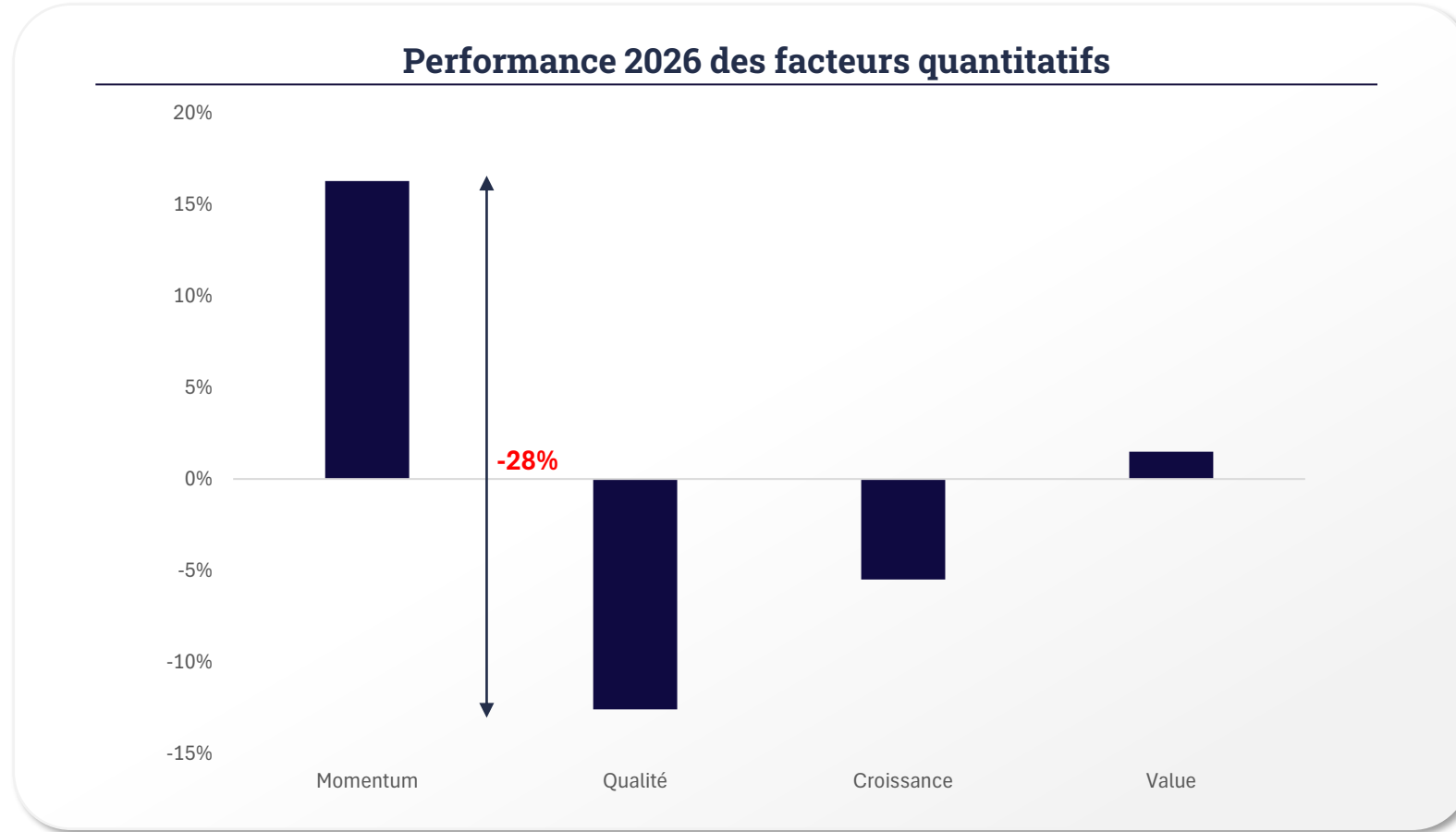
## Pre-Moyen-Orient

- Reprise économique
- Operation M&A (Beazley)

## Depuis Moyen-Orient

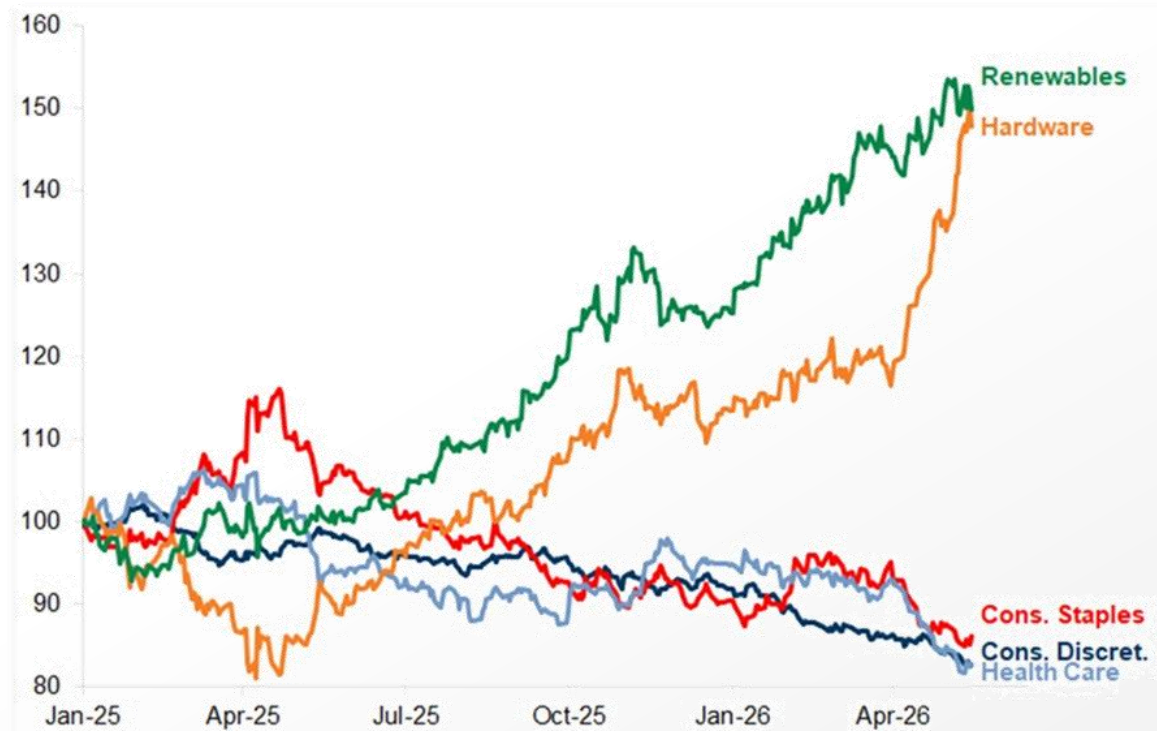
- Positionnement prudent
- Sous-performance de l'anti-momentum

# Capitulation sur les entreprises de qualité ?



# Un marché coupé en deux

Performances relatives vs Marché (depuis janvier 2025)



**03**

**État des lieux**

**Messages des entreprises au T1**



# Que disent les grandes entreprises européennes au T1



# Messages clés des entreprises au T1 2026

## **Moyen-Orient**

Impact direct limité (0 % à 4 % du chiffre d'affaires)  
Pas d'impact indirect au T1  
Non utilisé pour réviser à la baisse les prévisions annuelles

## **Inflation**

Pas de problème au T1  
Délai de 4 à 6 mois sur les contrats  
Visible au S2 (hausse de prix)

## **B2B vs B2C**

Le B2B répercute déjà les hausses de prix  
Le B2C reste plus prudent, dans une posture attentiste  
L'IA et l'électrification sont des avantages structurels du B2B par rapport au B2C

## **Géographie**

États-Unis : boom des centres de données + relocalisation + consommation meilleure qu'attendu  
Europe : l'accélération reste à venir (l'énergie s'améliore mais pas de reprise dans l'automobile ni la chimie)  
Chine : toujours très fragile malgré quelques signaux d'amélioration (consommation premium, énergie/infrastructures)

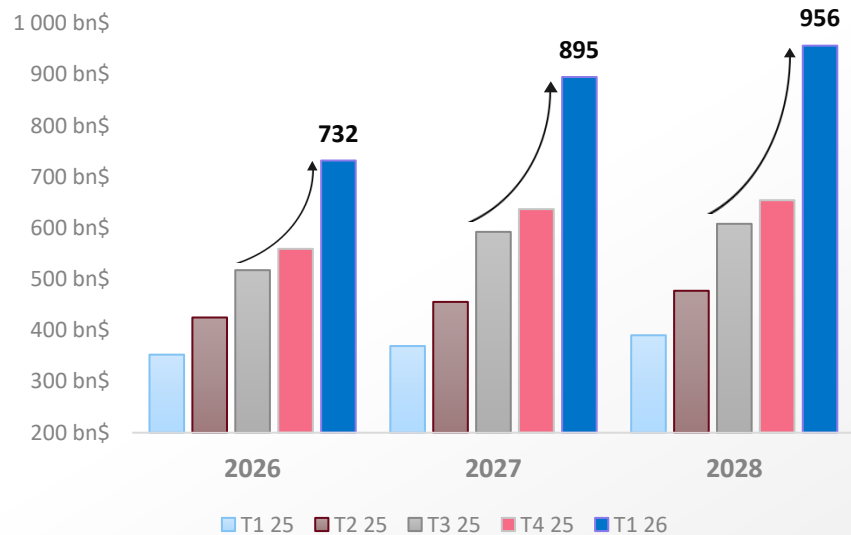
## Synthèse

- 01** Impact Moyen-Orient encore à venir
- 02** L'inflation se diffuse progressivement
- 03** Le B2B a davantage de pouvoir sur les prix
- 04** Activité US en hausse vs T4 2025

# Les hyperscalers ont fait tapis au T1 2026



Evolution des attentes de Capex des hyperscalers : du linéaire à l'exponentiel ~+40%

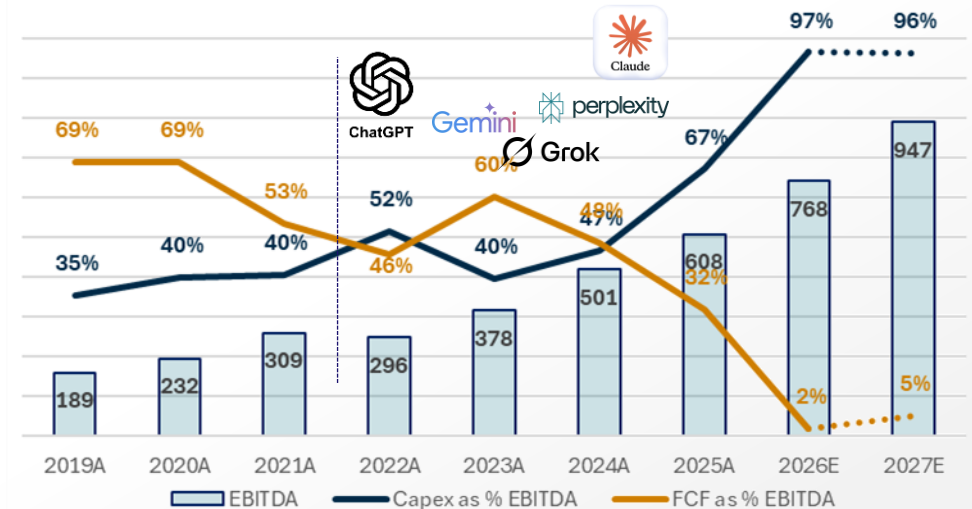


Source : Company data, Bloomberg consensus



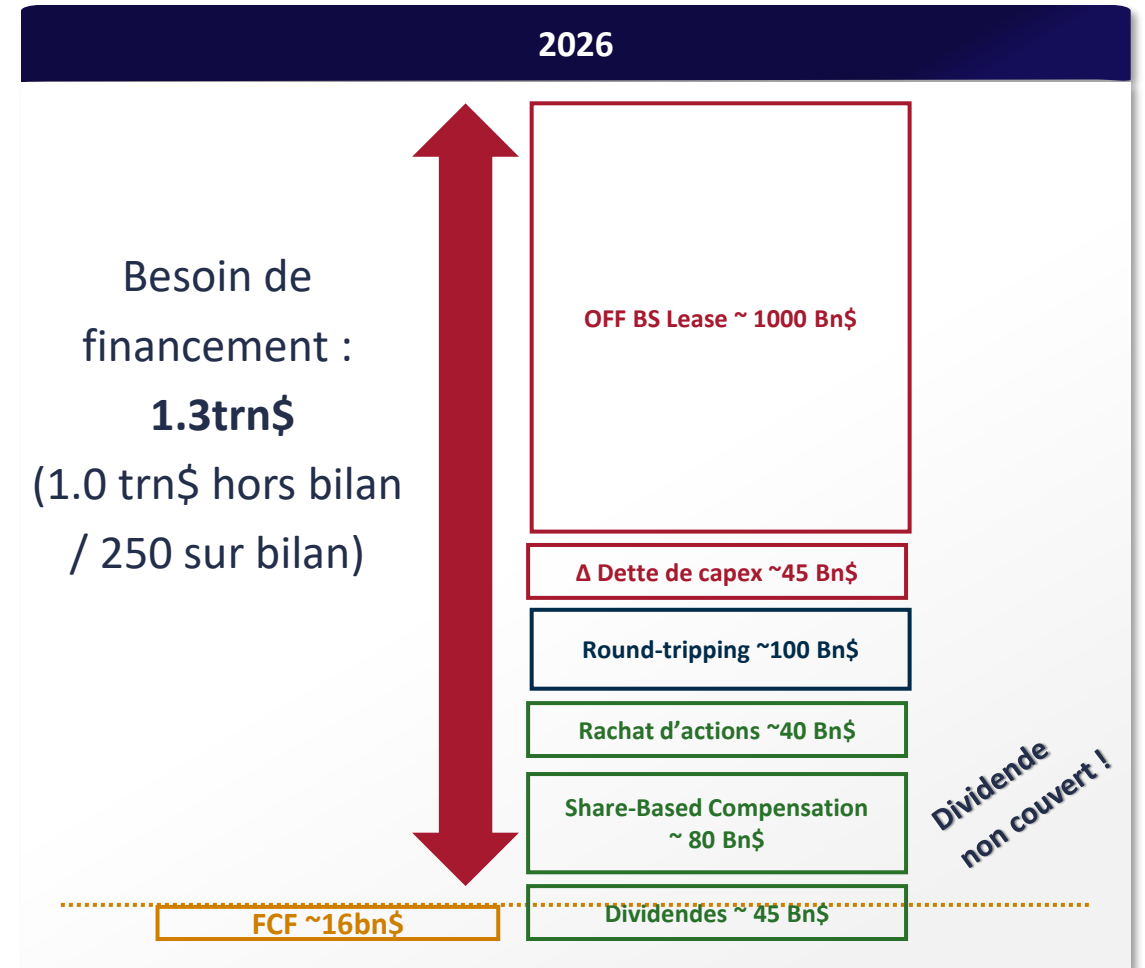
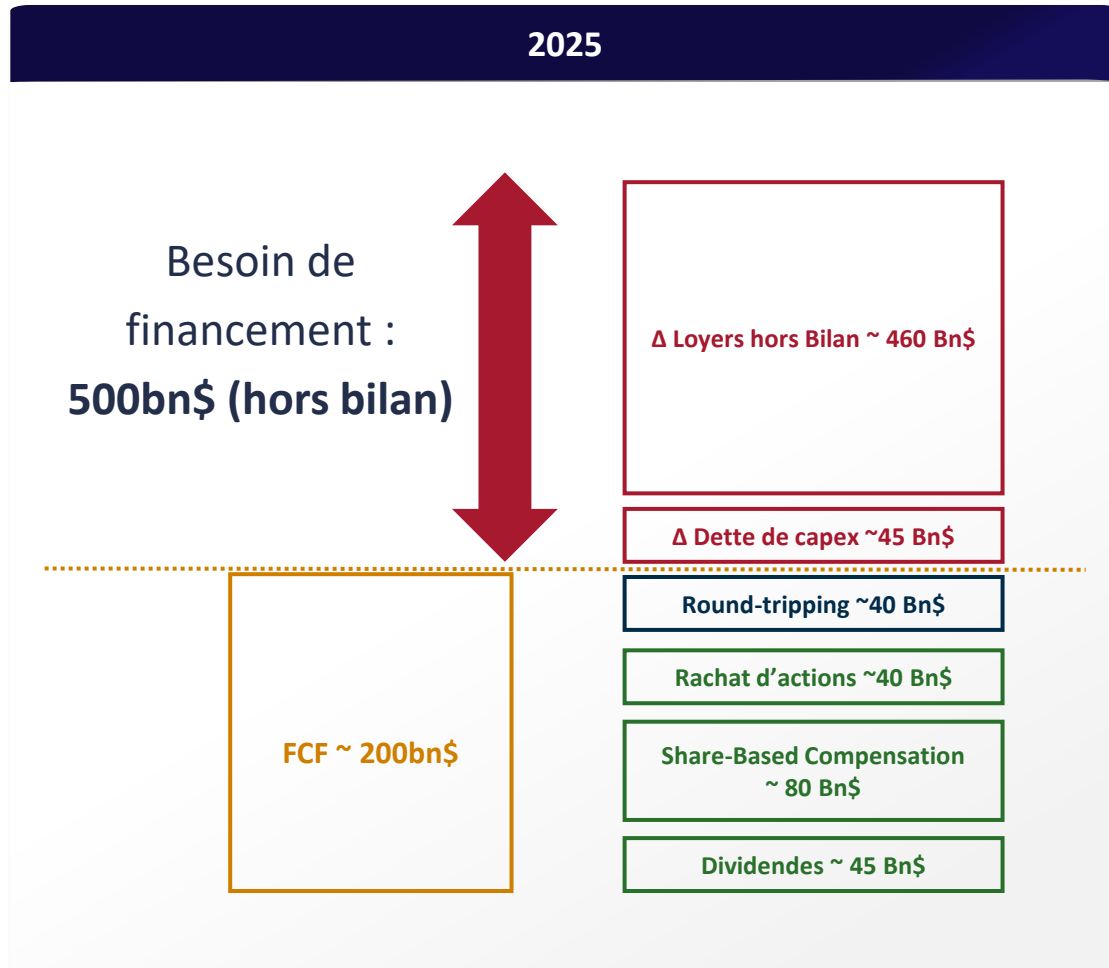
... entraînant la quasi-disparition du free cash flow malgré la croissance de l'EBITDA !

Capex & FCF evolution as % EBITDA (2019-2027)



Source : Company data, Bloomberg consensus

# Une dépendance inquiétante au marché de la dette

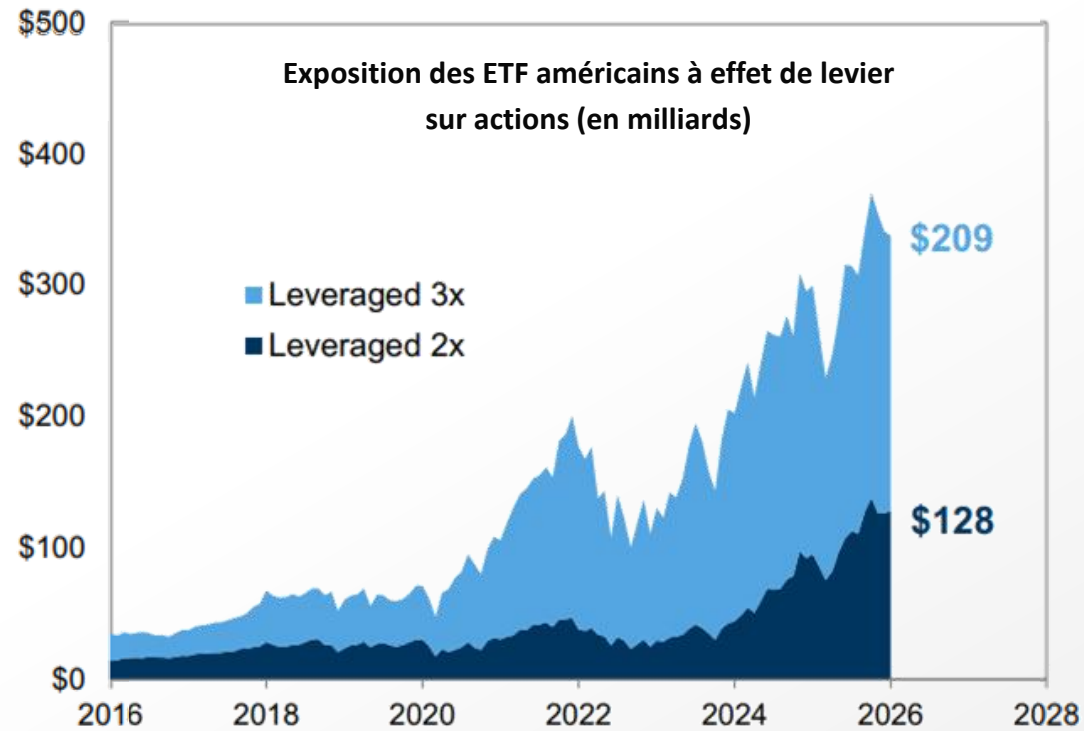


## Des signaux comptables de plus en plus inquiétants qui s'accumulent

Signal	amazon	Alphabet	Microsoft	Meta	ORACLE
Augmentation durée de vie des actifs	⬅	⬅		⬅	⬅
Dette de CAPEX	⬅	⬅	⬅	⬅	⬅
Actifs acquis en location (Finance & Operating lease)	⬅	⬅	⬅	⬅	⬅
Fin de la position nette cash					⬅
Levée dette hors \$	⬅ <b>NEW</b>	⬅ <b>NEW</b>			
Round-tripping	⬅	⬅	⬅		
Ouverture du bilan aux clients	⬅	⬅	⬅		
Emission de convertibles					⬅
Arrêt/forte diminution SBB	⬅	⬅ <b>NEW</b>		⬅ <b>NEW</b>	
VIE (Variable Interest Entities)		⬅		⬅	

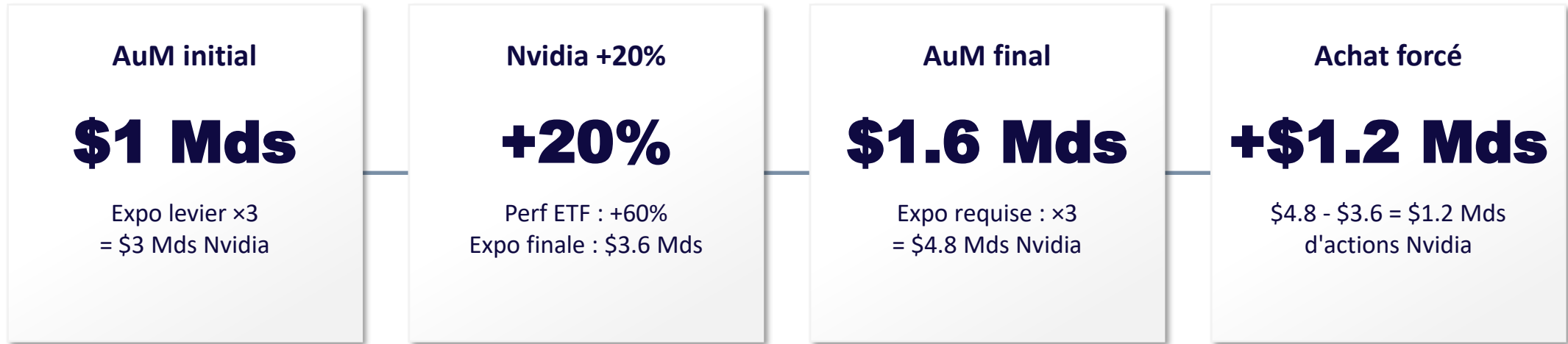
# Des risques industriels mais aussi financiers...

## Exposition au marché des actifs des ETF sur actions américaines à effet de levier

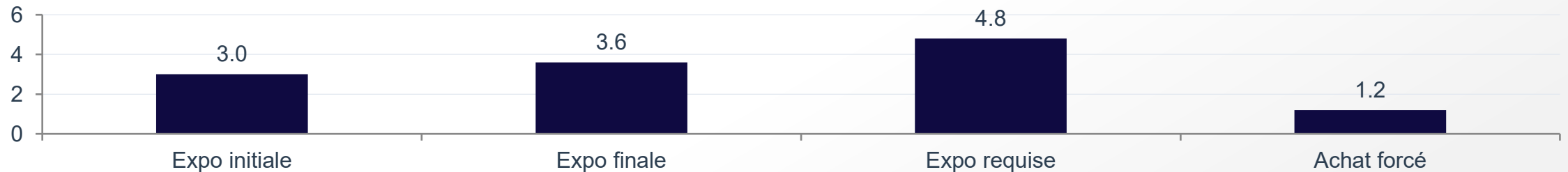


# Mécanisme : pourquoi les ETF leveragés amplifient les mouvements

Exemple d'un ETF  $\times 3$  sur Nvidia avec un AuM initial de 1 milliard \$

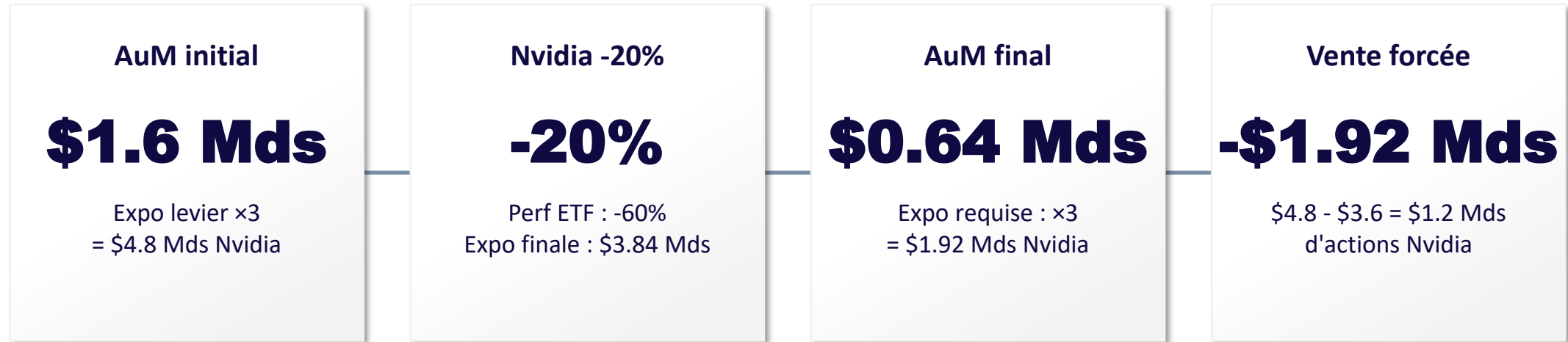


L'achat est automatique et indépendant des flux : il dépend uniquement de la performance du sous-jacent ce jour-là. À la baisse, la pression vendeuse s'exerce symétriquement.

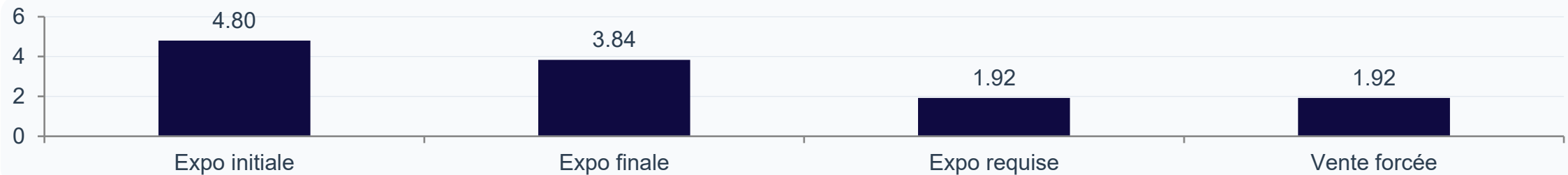


# Symétrie à la baisse : le même mécanisme en sens inverse

Exemple d'un ETF x3 sur Nvidia avec un AuM initial de 1.6 milliard \$ — Nvidia baisse de 20%



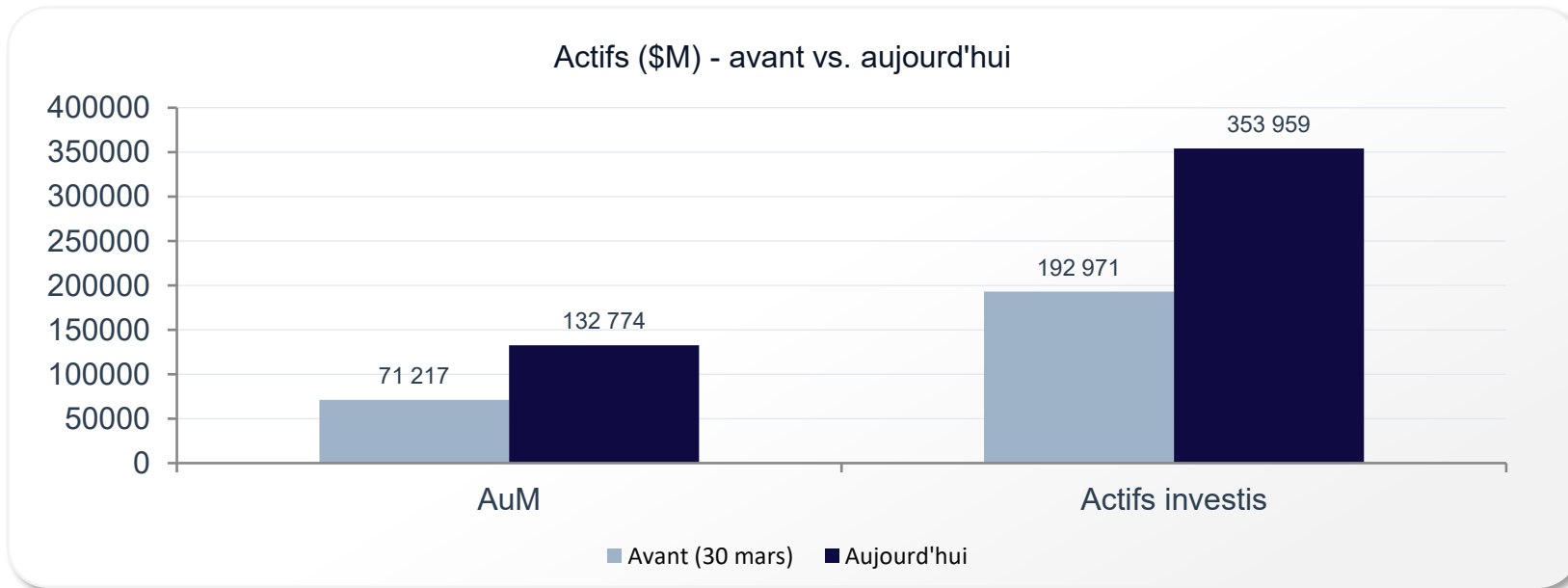
La vente est automatique et obligatoire : l'ETF doit céder \$1.92 Mds d'actions Nvidia, amplifiant mécaniquement la baisse du sous-jacent,



# Les 20 principaux ETF leveragés US (>\$1 Md AuM)

100% exposés S&P 500, Nasdaq ou secteur Tech

Catégorie	AuM Spot (\$M)	Actifs investis Spot (\$M)	Actifs investis 30 mars (\$M)	Pression acheteuse (\$M)
<b>TOTAL (20 ETF)</b>	<b>132 774</b>	<b>353 959</b>	<b>192 971</b>	<b>+160 988</b>



Pression acheteuse cumulée

**+\$161 Mds**

depuis le 30 mars

---

dont rachats investisseurs

**-\$15 Mds**

depuis le 30 mars

ASML et STMicroelectronics font partie des entreprises présentes dans les ETF semiconducteurs US suivis dans cette analyse.



04

**BDL Rempart & BDL Convictions**  
Les portefeuilles



## Portefeuille Long : prises de profits & opérations M&A

### Prise de profit

Nombre de titres cédés	<b>10</b>
Poids des titres cédés	<b>22%</b>
Contribution à la performance	<b>2.3%</b>










### Opérations M&A

Nombre de titres	<b>1</b>
Contribution à la performance	<b>1%</b>

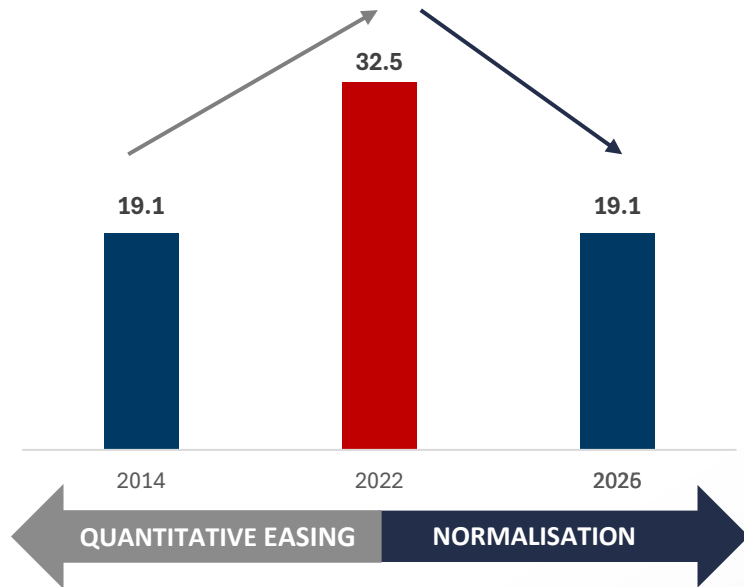


# La vraie opportunité en Europe : la qualité bientôt au bon prix ?

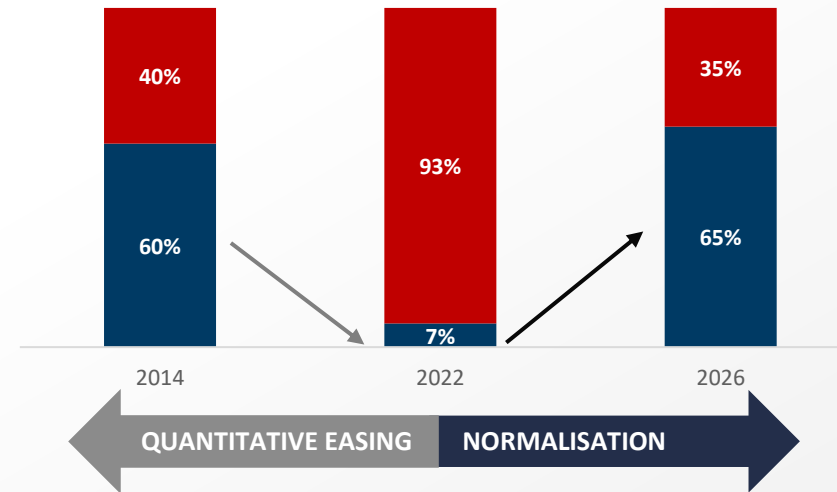
**TITRES DE QUALITÉ**

Marge EBIT > 25%
ROCE > 30%
DN/EBITDA < 1.3x

**MOYENNE P/E 12M DES TITRES "QUALITÉ"**



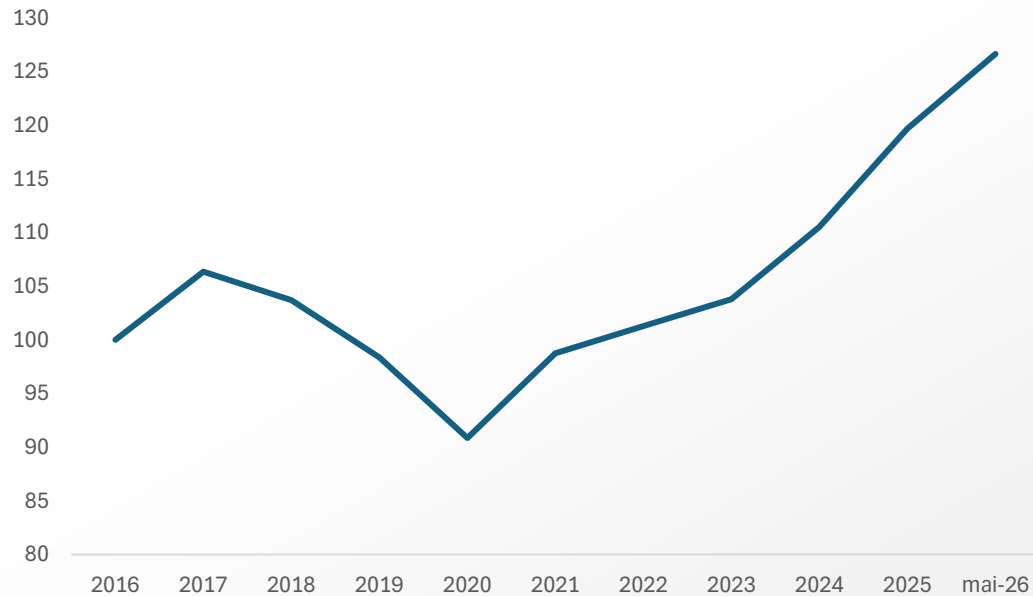
**% DE TITRES AVEC P/E 12M < 20X**



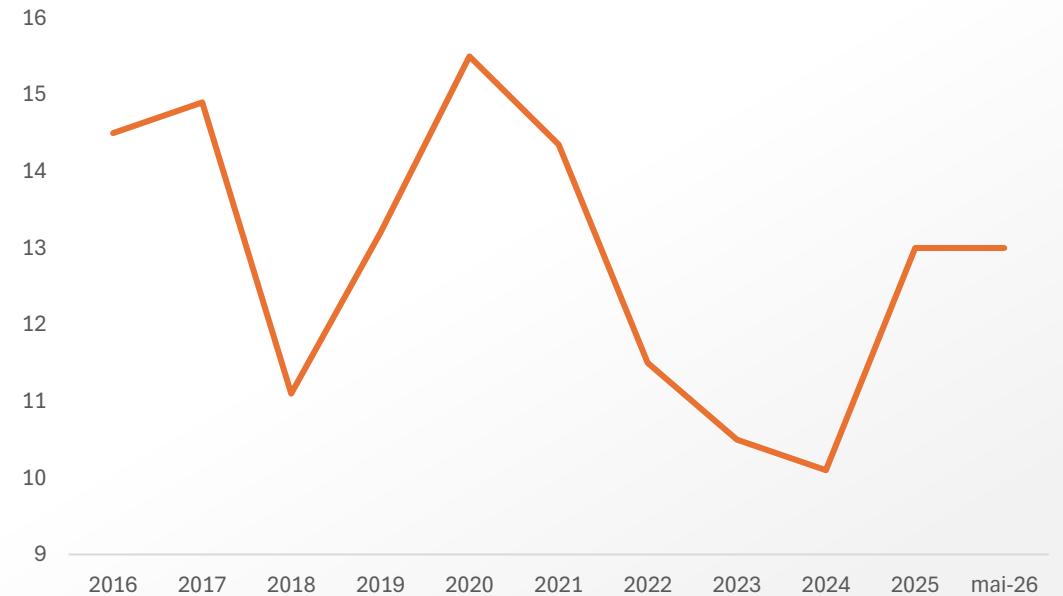
Investissable  
 Survalorisé - Non investissable

# Notre portefeuille 2026 : qualité du portefeuille au plus haut & valorisation raisonnable

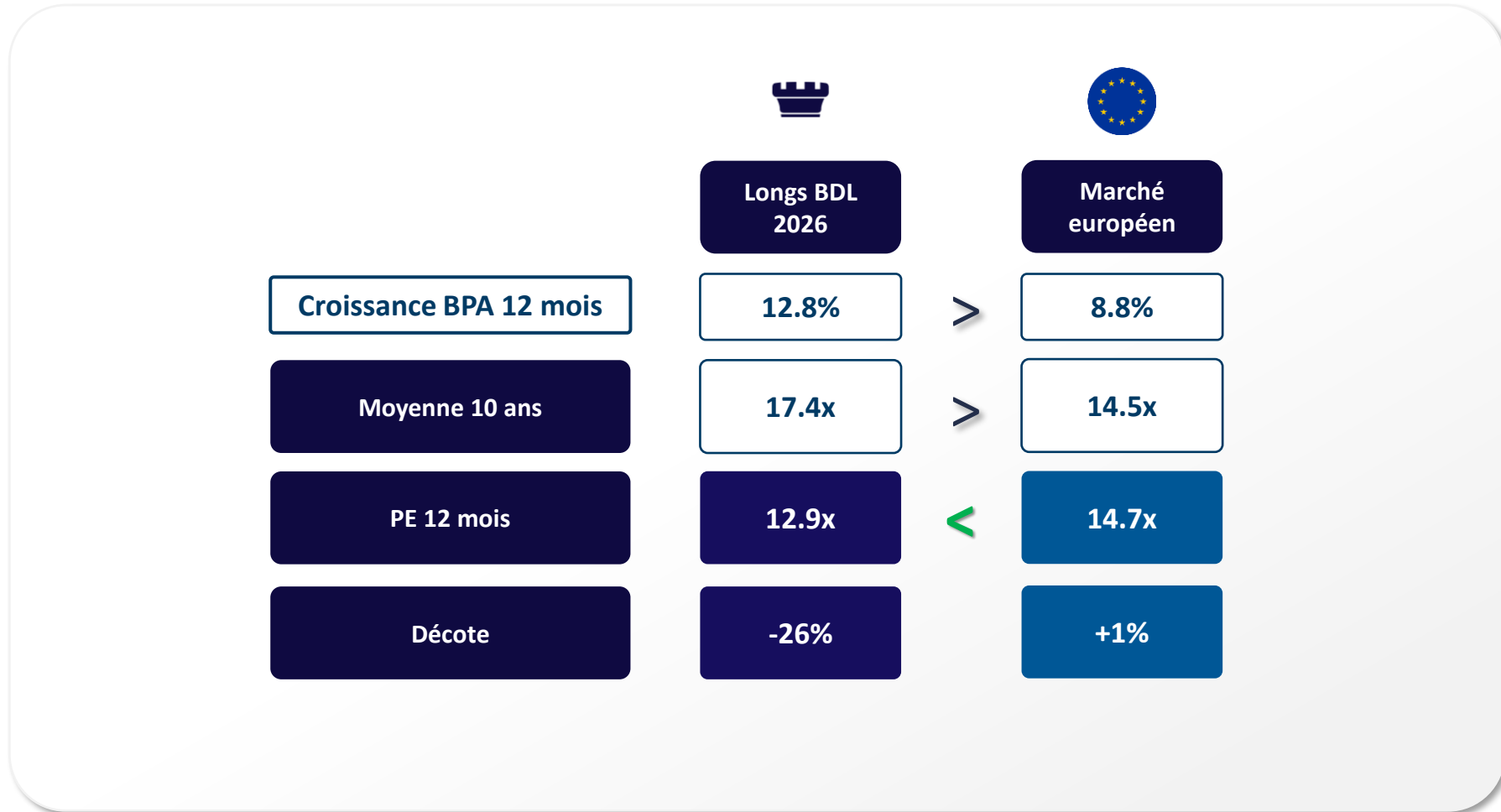
### Qualité des investissements (longs de BDL Rempart et de BDL Convictions)



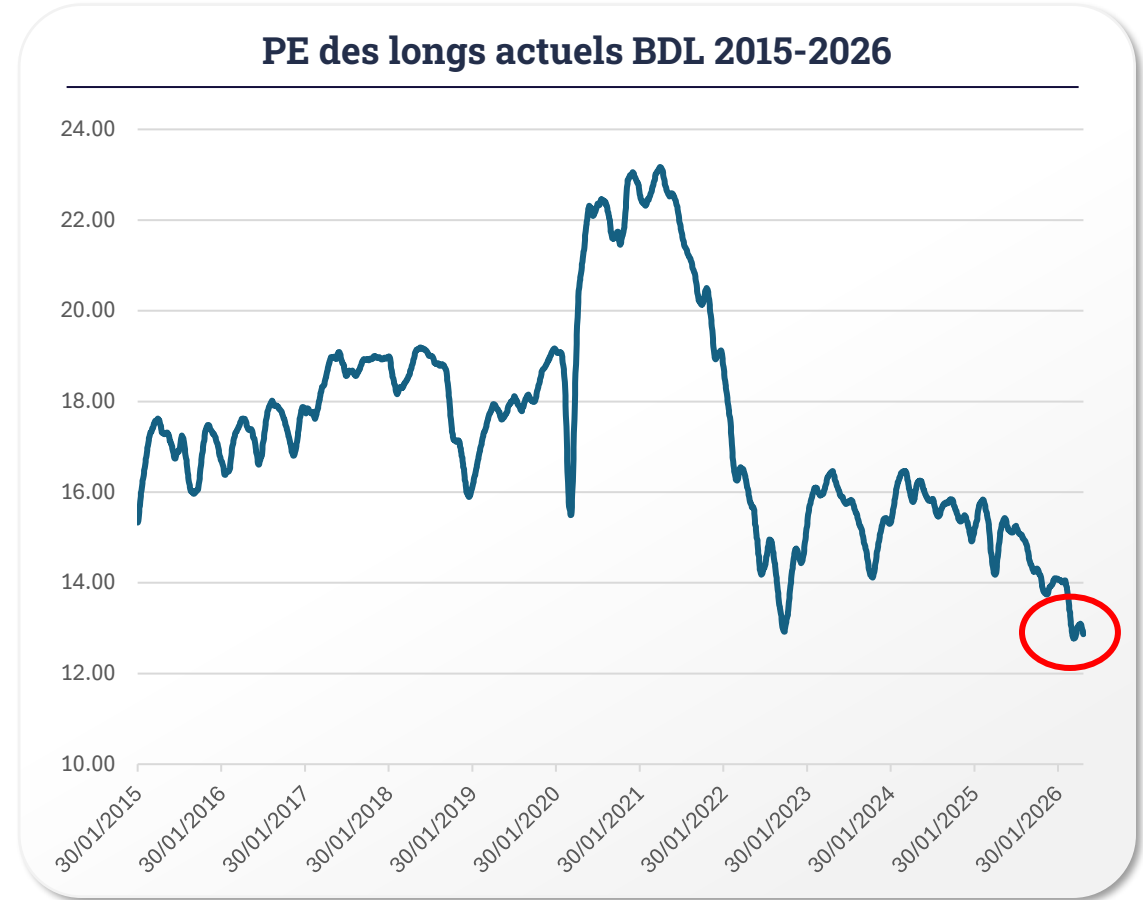
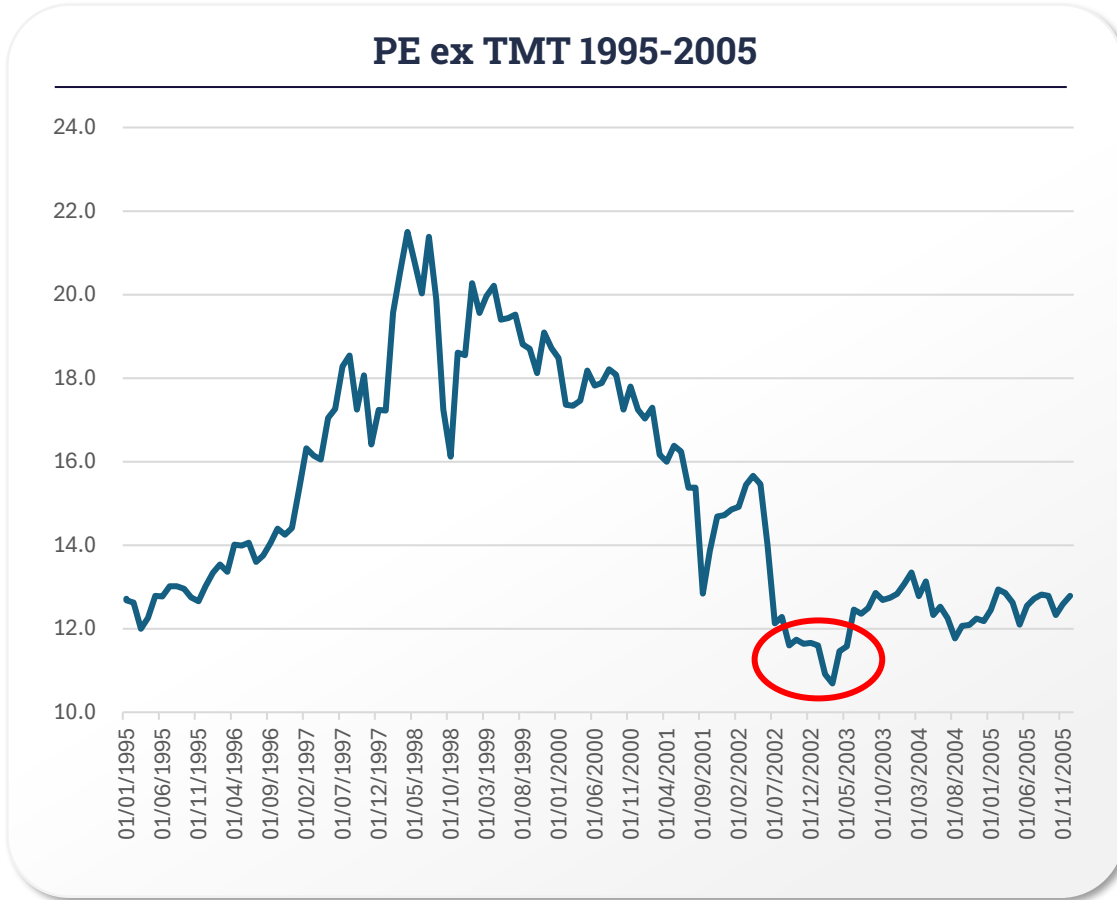
### P/E des investissements (longs de BDL Rempart et de BDL Convictions)



## Longs de BDL Rempart : forte décote vs historique et marché
























# Longs BDL : PE sur les points bas de mars 2003



Source : BDL Capital Management  
Données au 21/05/2026.

# Portefeuille long : BDL Rempart & BDL Convictions

Poids

Compounders						Poids	PE	
(Qualité / Croissance)								
Consommation courante						19%	13.6	
Santé						14%	13.1	
Infrastructure						11%	11.5	
Industrie						11%	12.3	
Plateforme							6%	16.2
Service aux entreprises						3%	13.2	
IT						2%	18.0	

66%

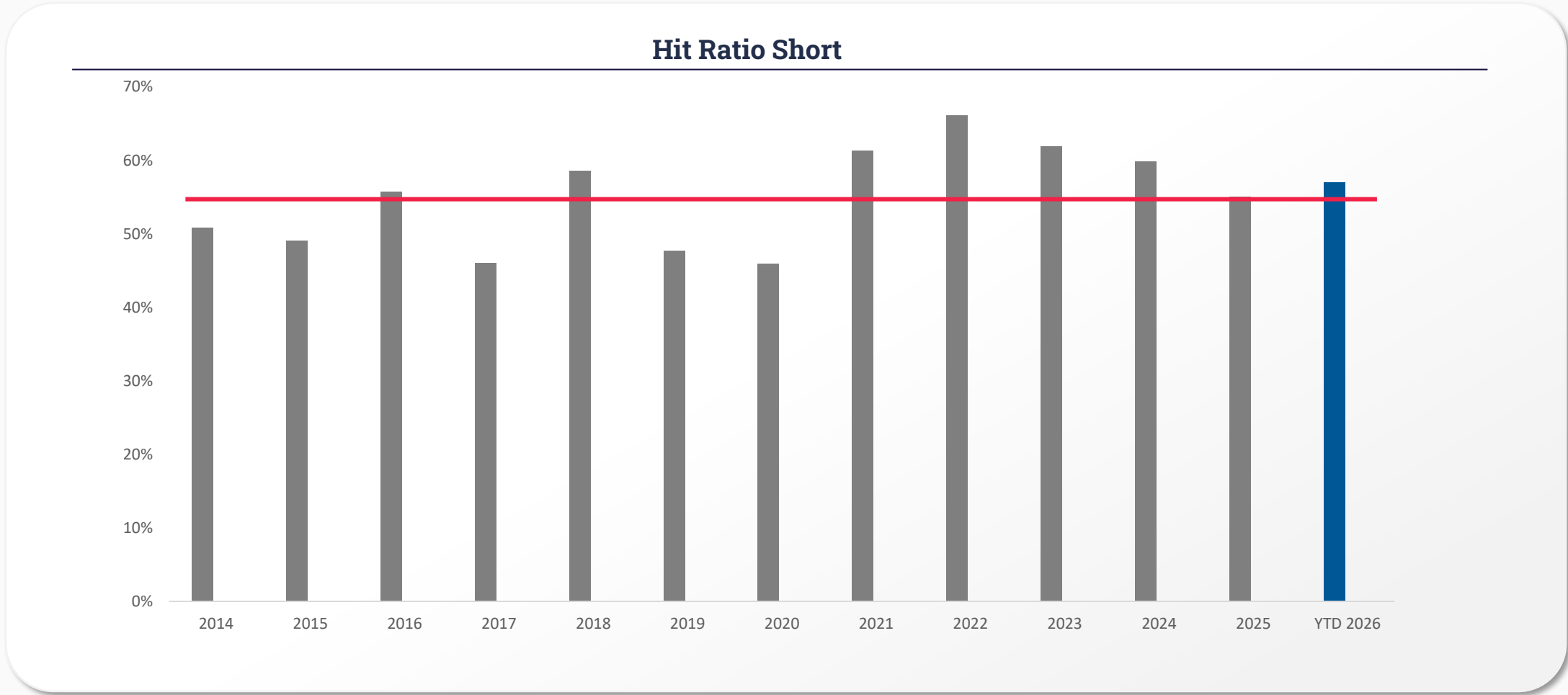
PE 12m

12.9x

Valorisation						Poids	PE		
Consommation discrétionnaire								13%	11.3
Industriels cycliques								10%	11.1
Financières								5%	9.9
OPA						4%	12.8		
Média						1%	27.2*		

34%

# Alpha short : rebond du hit ratio



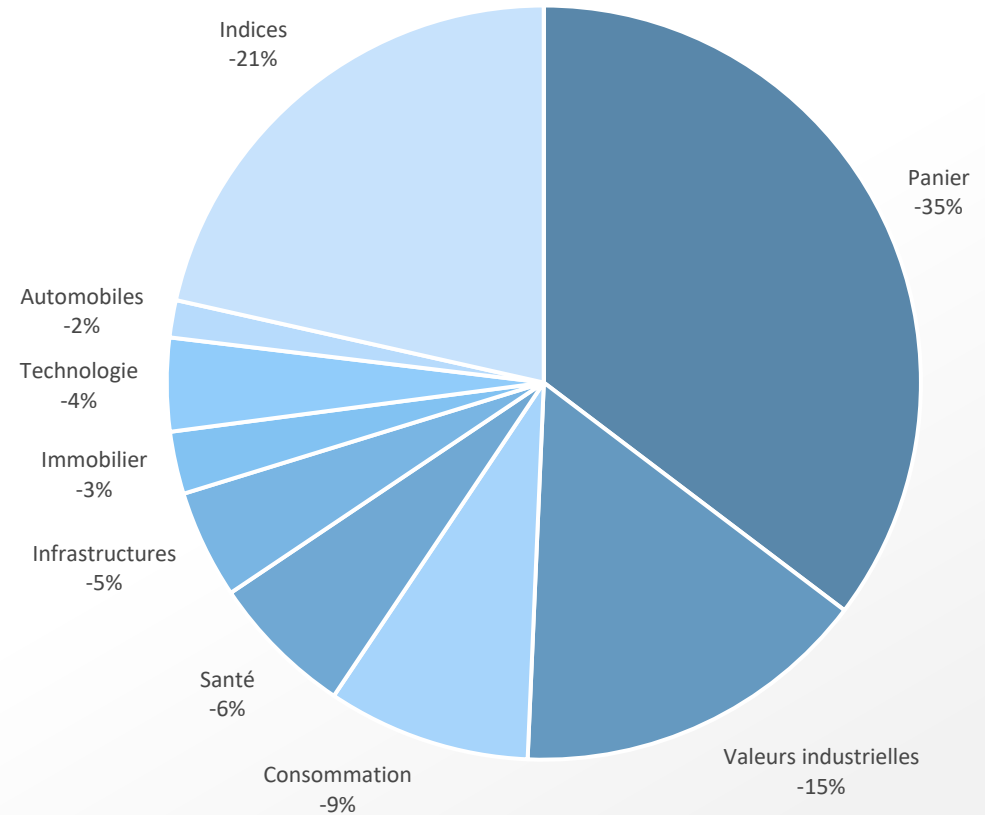
# BDL Rempart : Portefeuille short

## Stratégies au sein du portefeuille

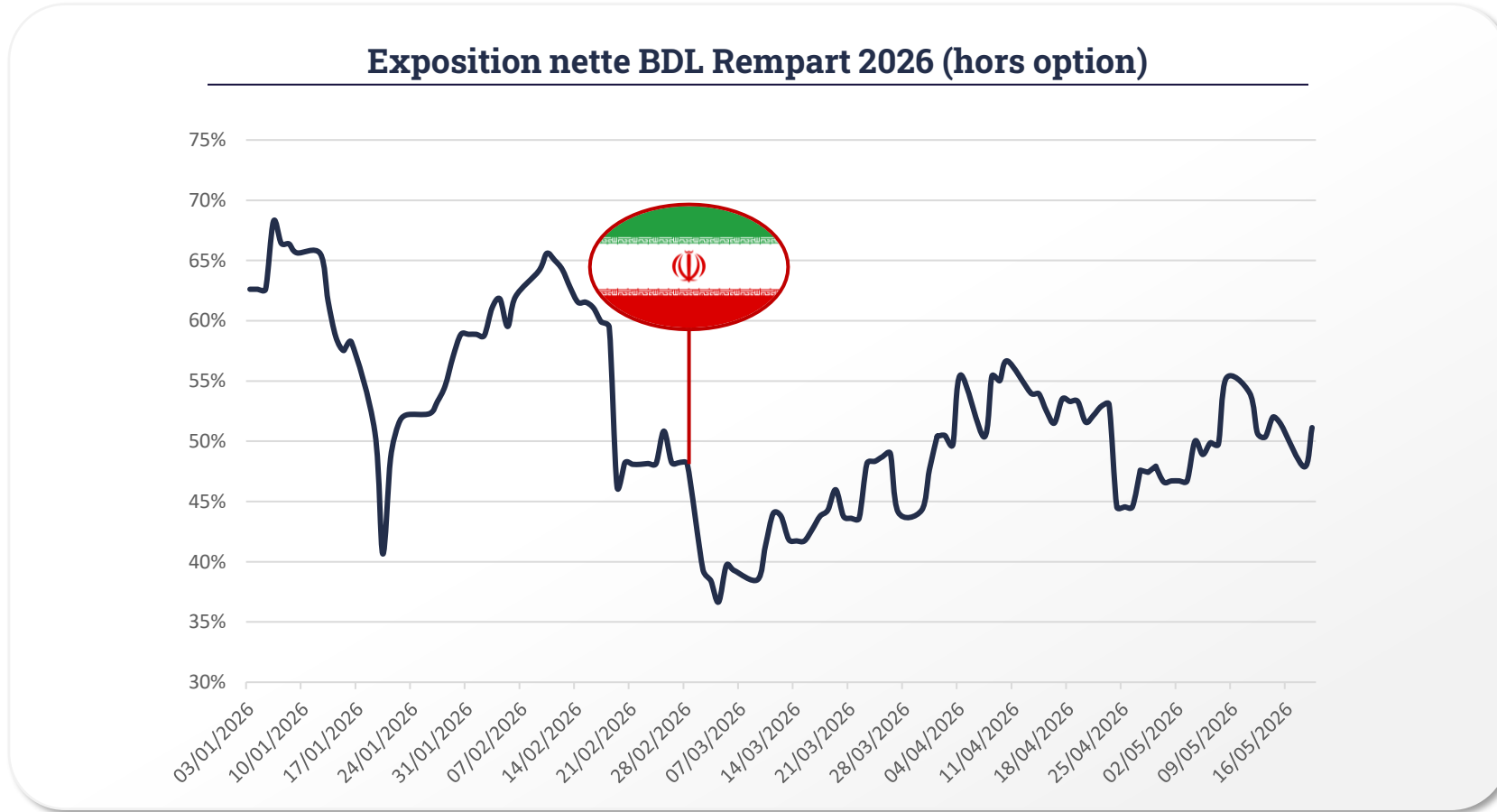
	Poids	% book short	PE 12 mois
Risques EPS	-14%	29%	25.4x
Compression multiples	-4%	9%	31.5x
Bilan / Compta	-1%	3%	11.9x
Pression structurelle sur l'activité	-1%	2%	9.8x
Paniers	-17%	35%	36.0x
Indices	-11%	21%	15.0x

**PE 12m  
26.7x**

## Répartition sectorielle



# Une exposition nette prudente





# En résumé

## Macro & Marchés

- L'impact du conflit au Moyen-Orient sera visible à partir du T2
- La possible exubérance sur l'IA offre des grandes opportunités dans d'autres secteurs
- Il n'y a jamais eu autant d'entreprises de qualité à ces valorisations depuis plus de 10 ans

## Nos fonds

- BDL Rempart :
  - Longs : opportunités sur « l'anti-momentum »
  - Short : en attente d'un retournement de l'IA
- BDL Convictions : la qualité des investissements atteint un nouveau plus haut alors que le PE est stable



# Avertissement

*Ce document a été réalisé à titre d'information. Il ne saurait en aucun cas être interprété ou perçu comme étant une offre ou une sollicitation à investir dans les fonds présentés, ni comme un document contractuel. Il est le support d'une présentation destinée à des clients professionnels au sens de l'article L. 533-16 du code monétaire et financier.*

*L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures.*

*En tout état de cause, les informations présentées ne sont pas suffisantes pour avoir une compréhension permettant d'investir en toute connaissance de cause dans un OPCVM. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus.*

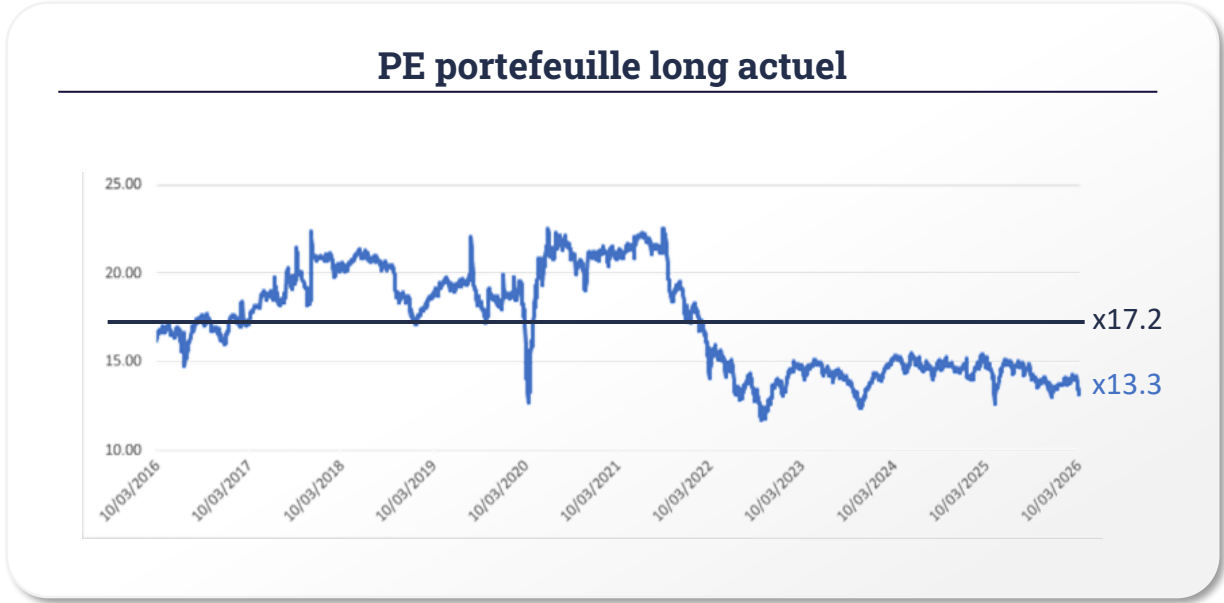
*Pour plus d'information sur les risques auxquels les fonds sont exposés, notamment le risque de perte en capital, le risque action, le risque de liquidité, le risque de contrepartie et le risque lié à l'impact des techniques telles que des produits dérivés nous vous invitons à consulter le DIC et le prospectus des fonds, disponible sur le site internet de BDL Capital Management (<https://www.bdlcm.com>).*

*Le prospectus de la SICAV BDLCM FUNDS est seulement disponible en anglais.*

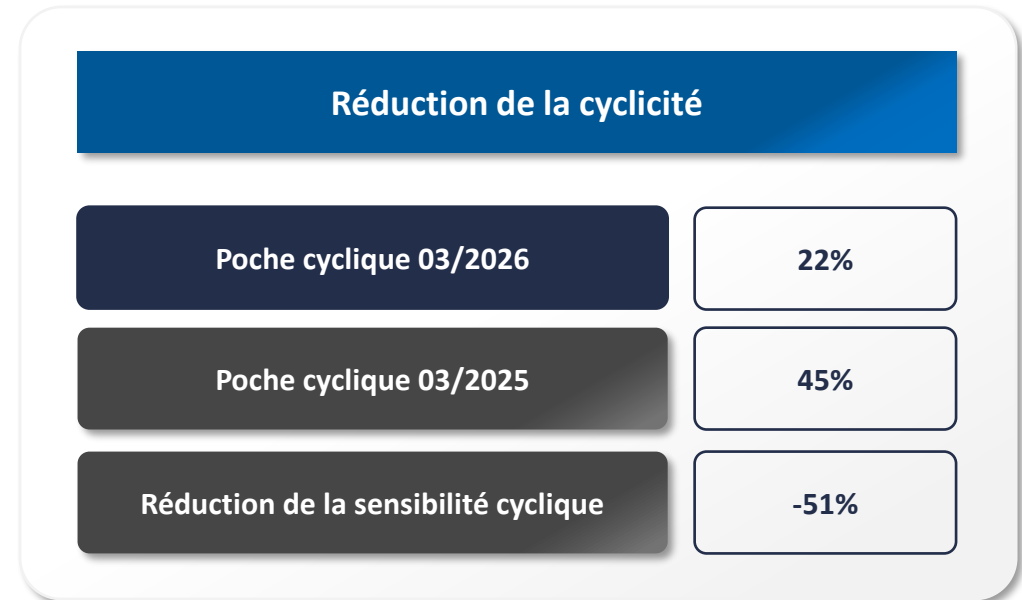
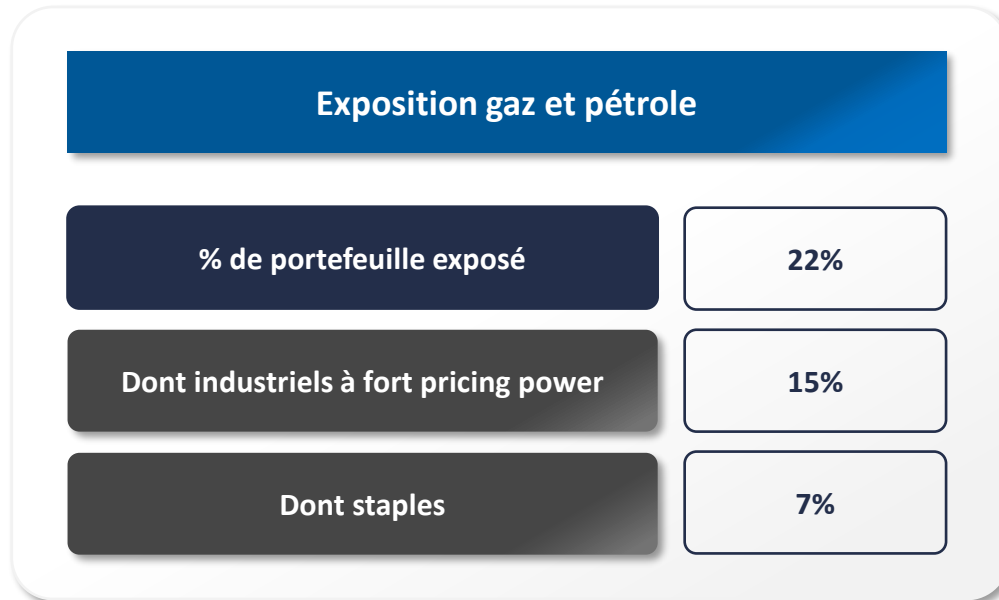
*BDL Capital Management peut décider de cesser la commercialisation de ses organismes de placement collectif conformément à l'article 93 bis de la directive 2009/65/CE et à l'article 32 bis de la directive 2011/61/UE.*

# Portefeuille Long : valorisation historique

LC

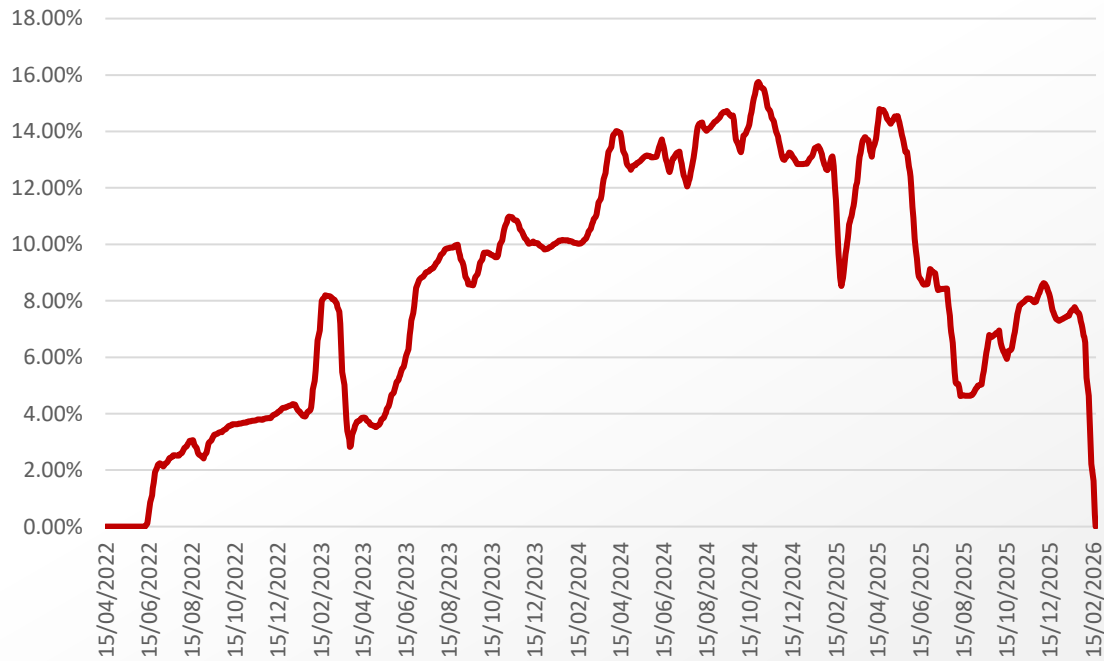


# Les risques principaux sont maîtrisés



# Portefeuille Long : sortie du secteur bancaire

Poids des banques

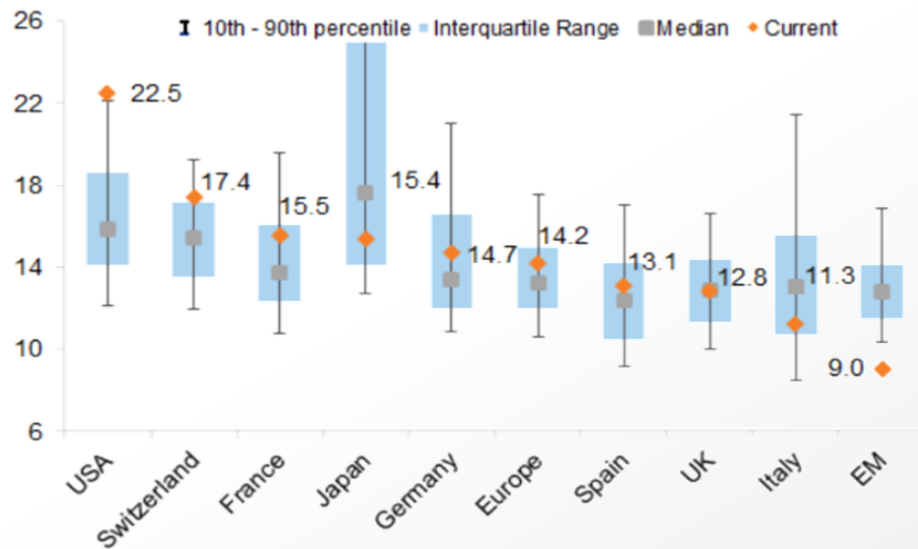


PE des banques



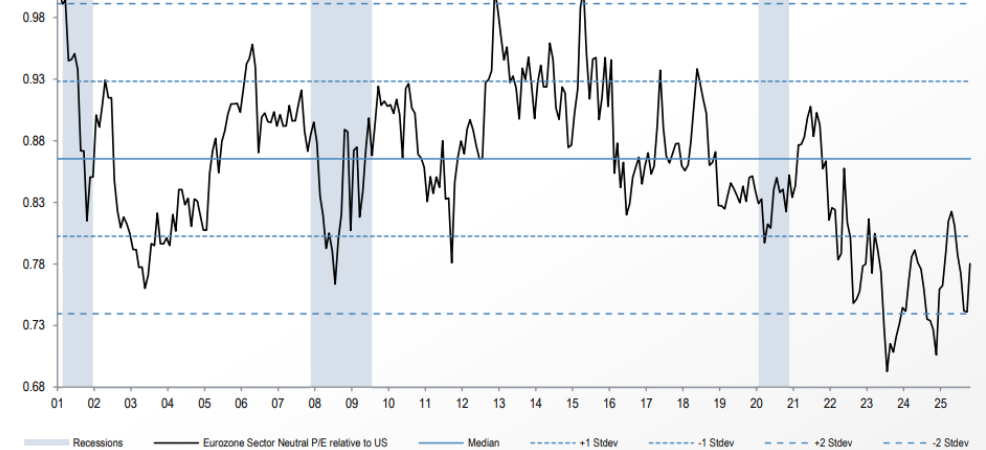
# Europe vs US : écart de valorisation toujours important

## L'Europe reste à une valorisation raisonnable



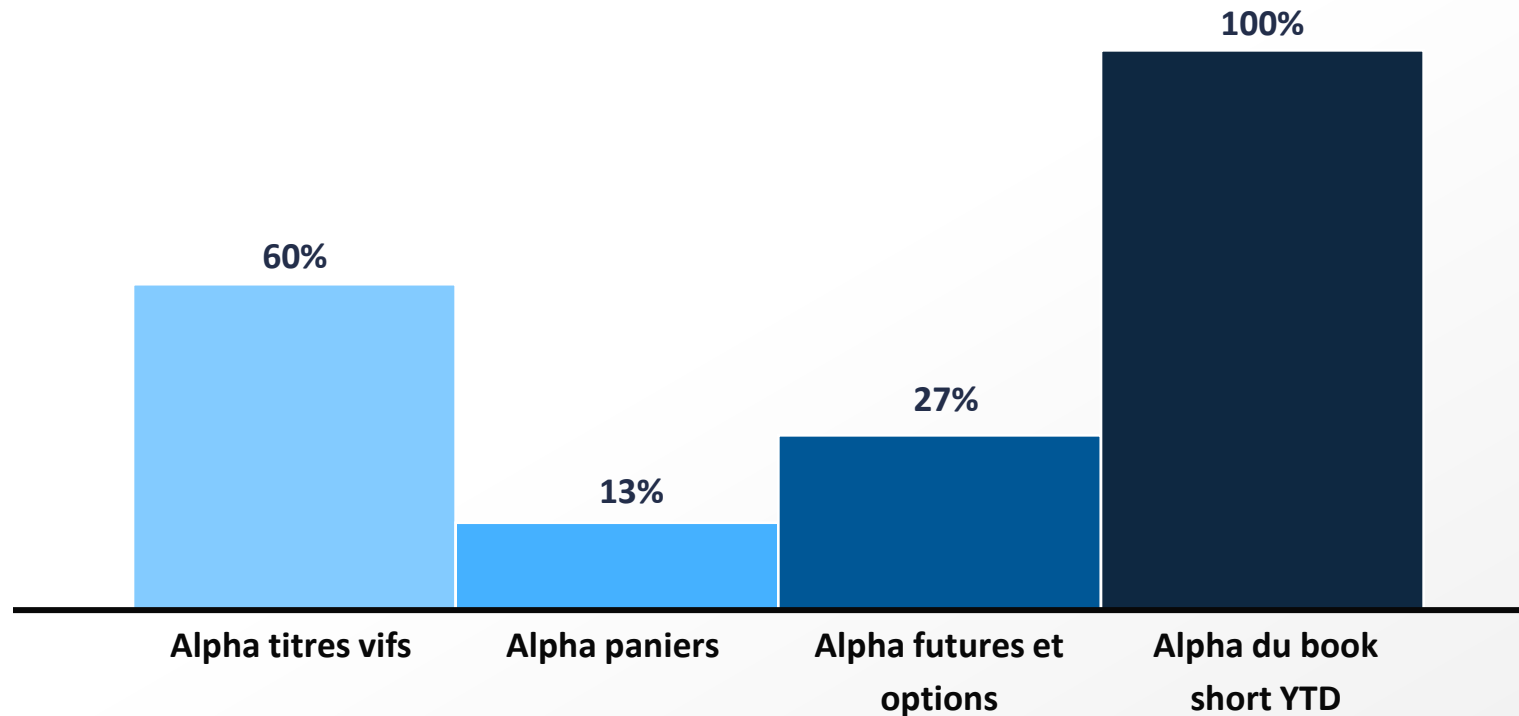
PE 12 mois depuis 1987

## PE Europe vs PE US – Secteur neutre



## Portefeuille short : un alpha positif bien équilibré

Répartition de l'alpha positif du book short YTD



# B2C : un Word qui reste compliqué mais un Excel intéressant

## Augmentation du poids B2C YTD

	31/12/2024	10/11/2025
B2B	50%	45%
B2C	26%	<b>37%</b>
Banques	13%	10%
Utilites / Energie	11%	8%

## Prime PE secteur Staples vs PE marché



# L'IA et le secteur des logiciels

## 1. LSEG (Le moins à risque - "La Forteresse de Flux")

LSEG est la mieux protégée car son modèle repose sur des **barrières physiques et systémiques** que l'IA ne peut pas simuler.

•**Pourquoi n°1** : Son "Moat" principal est l'**Effet de Réseau** de la liquidité (LSE) et de la compensation (LCH). Même une IA ultra-intelligente ne peut pas créer un marché mondial ex-nihilo ; elle doit aller là où sont les autres acteurs.

•**Le rôle de l'IA** : Pour LSEG, l'IA est un client. Les banques achètent des flux de données massifs pour nourrir leurs propres algorithmes. LSEG vend le "carburant".

•**Point faible** : L'interface du terminal (Workspace), mais c'est une part minime de la valeur comparée à l'infrastructure de marché.

## 2. RELX (Risque modéré - "Le Coffre-fort du Savoir")

RELX est extrêmement solide, mais elle est dans une **course technologique** permanente.

•**Pourquoi n°2** : Son "Moat" est la **Propriété Intellectuelle** (Elsevier, LexisNexis). Contrairement à LSEG, ses données sont "statiques" (textes, lois). Le risque que l'IA agrège des sources alternatives gratuites est réel.

•**Le rôle de l'IA** : RELX a brillamment intégré l'IA pour transformer ses archives en outils prédictifs. Ils ne vendent plus du texte, ils vendent des réponses. C'est une stratégie offensive réussie.

•**Point faible** : La "commoditisation" de l'information juridique ou scientifique simple par des modèles open-source.

## 3. SAP (Le plus exposé - "Le Géant à l'épreuve de l'Interface")

Attention, SAP n'est pas "en danger de mort", mais c'est l'entreprise dont le **modèle doit le plus changer**.

•**Pourquoi n°3** : SAP est protégée par l'**Inertie** (il est trop dur de changer d'ERP). Cependant, l'IA s'attaque directement à ce qui fait la valeur de SAP : la complexité des processus. Si une IA peut gérer les stocks ou la compta en surcote d'une base de données standard, SAP perd son pouvoir de facturer des modules coûteux.

•**Le rôle de l'IA** : SAP doit devenir une "plateforme d'IA" pour rester pertinente. Si elle reste juste un "System of Record" caché dans le backend, elle risque d'être dévalorisée par des interfaces IA plus agiles (comme Microsoft ou des agents autonomes).

•**Point faible** : La dépendance au code spécifique (ABAP) et aux interfaces lourdes, deux domaines où l'IA excelle pour simplifier ou remplacer.

# L'IA et le secteur des logiciels

Composante de l'analyse	Niveau d'exposition pour SAP	Pourquoi ?
Interface Propriétaire	<span style="color: red;">●</span> <b>Risque</b>	Les utilisateurs préféreront bientôt demander à une IA "Prépare le rapport trimestriel" plutôt que de naviguer dans 10 menus SAP.
Programmation Sectorielle	<span style="color: orange;">●</span> <b>Neutre</b>	L'IA peut générer du code ABAP (langage SAP), mais la complexité des processus métier spécifiques reste difficile à automatiser sans erreur.
Données Privées (Proprietary)	<span style="color: green;">●</span> <b>Force</b>	SAP détient les données les plus précieuses au monde (celles des processus internes des plus grandes entreprises).
Conformité (Regulatory)	<span style="color: green;">●</span> <b>Force</b>	SAP est le garant de la conformité fiscale et légale dans 190 pays. L'IA ne peut pas (encore) prendre cette responsabilité juridique.
Ancrage Transactionnel	<span style="color: green;">●</span> <b>Force</b>	C'est SAP qui "pousse le bouton" pour payer les fournisseurs ou expédier les stocks. L'IA n'est que le cerveau, SAP est le bras armé.
System of Record (SoR)	<span style="color: green;">●</span> <b>Extrême</b>	C'est le cœur du réacteur. Si SAP s'arrête, l'entreprise n'a plus de "mémoire" officielle.

## Effets de Réseau

### Données Propriétaires

● **Vert**

La concurrence de LSEG et la compensation (clearing) et les monolopoles de fait. L'IA ne peut pas simuler des milliards qui échangent entre elles.

### Régulation & Conformité

● **Vert**

LSEG est une infrastructure de marché systémique bancaires et les règles de compensation créent un l'entrée quasi-insurmontable.

### System of Record (SoR)

● **Vert**

Ils sont la source de vérité pour le prix des actifs et mondiaux (benchmark). Si l'IA veut un chiffre officiel, elle appelle LSEG.

### Ancrage Transactionnel

● **Vert**

Avec LCH, ils ne font pas que donner l'info, ils exécutent et garantissent le mouvement d'argent. C'est l'anti-IA.

### Interface Propriétaire

● **Orange**

**Le point de fragilité.** Le terminal Workspace pour contourner par des agents IA ou des interfaces de "talon d'Achille".

## Catégorie

## Pourquoi Risk est invulnérable

### Données Propriétaires

Ils possèdent des dossiers sur des milliards d'individus (historiques de crédit, sinistres auto, identités, listes de sanctions). Une IA comme ChatGPT n'a aucune chance d'accéder à ces bases fermées.

### Ancrage Transactionnel

Le service de RELX est le "péage" obligatoire. Une banque ne peut pas ouvrir un compte sans le KYC de LexisNexis. Un assureur ne peut pas tarifier sans le rapport de sinistralité. C'est du **transaction-embedded** pur.

### Régulation & Conformité

RELX opère sous des licences strictes (FCRA aux USA, RGPD en Europe). L'IA générative est incapable de garantir la conformité juridique que RELX assure par contrat.

chercheurs doivent-  
prestige auto-

### Données privées & propriétaires

●

entretenu que l'IA ne peut pas copier.

**Maximum.** RELX détient des bases de données d'identité (Risk), des archives de jurisprudence (Legal) et des journaux scientifiques exclusifs inaccessibles aux LLM publics.

### Impact réglementaire & conformité

●

**Maximum.** Les services de KYC (Know Your Customer) et de lutte contre la fraude sont régis par des normes strictes. La responsabilité légale de RELX est un verrou majeur.

### System of Record (SoR)

●

**Maximum.** RELX est le système de référence pour la "vérité" scientifique et juridique. L'IA peut générer du texte, mais RELX fournit la preuve certifiée.

### Ancrage transactionnel

●

**Élevé.** Leurs outils sont intégrés dans les workflows de souscription d'assurance, d'octroi de crédit et de procédures judiciaires. Pas de transaction sans leur audit.

### Agrégation de fonctionnalités

●

**Risque critique.** C'est leur point faible historique. L'IA peut agréger des sources de données ouvertes et des outils d'analyse bien plus fluidement que les portails traditionnels de RELX.

### Interface propriétaire

●

**Risque élevé.** Le risque est que l'utilisateur pose une question à un agent IA global au lieu d'utiliser les moteurs de recherche spécifiques de LexisNexis ou Elsevier.

### Programmation sectorielle

●

**Risque critique.** Les scripts d'analyse de données et les outils de recherche documentaire que RELX vendait cher sont désormais facilement reproductibles par l'IA.

### Analyse de données publiques

●

**Risque critique.** Tout ce qui est résumé de documents publics ou veille juridique "standard" est désormais une commodité gratuite grâce aux modèles d'IA.

# L'IA et le secteur des logiciels

Division	Risque : Agrégation	Risque : Interface	Verdict
Scientific (Elsevier)	● Faible	● Faible	Les chercheurs sont captifs du réseau de publication.
Risk (LexisNexis)	● Moyen	● Faible	L'IA peut agréger des signaux de fraude, mais pas les données d'identité privées.
Legal (LexisNexis)	● Élevé	● Moyen	Le risque est fort ici : une IA pourrait agréger la loi et la jurisprudence publique gratuitement.

Cependant, si l'on suit strictement votre matrice, **RELX est plus exposé au risque d'agrégation de données qu'à celui de l'interface propriétaire**, et voici pourquoi :

**1. L'exposition à l'Agrégation de Données (Risque Moyen à Élevé) ● / ●**

Dans votre schéma, l'agrégation est un point faible car l'IA peut désormais compiler des informations provenant de multiples sources de manière quasi gratuite.

• **Le risque** : Une grande partie de la valeur de LexisNexis (Legal) ou d'Elsevier (Science) reposait historiquement sur le fait de regrouper au même endroit des milliers de revues et de jugements. Aujourd'hui, un agent IA peut techniquement "aspirer" des sources disparates (Open Access, bases de données publiques) et les agréger sans l'aide de RELX.

• **La parade de RELX** : Ils sont passés de l'agrégation de *données publiques* à l'agrégation de *données propriétaires et analytics*. Ils ne se contentent plus de lister les jugements, ils calculent la probabilité qu'un juge spécifique rende une décision donnée. L'IA peut agréger des textes, mais elle ne peut pas agréger des données que seul RELX possède.

**2. L'exposition à l'Interface Propriétaire (Risque Modéré) ●**

C'est le point que nous avons soulevé pour LSEG et SAP, mais RELX est paradoxalement **mieux protégé** ici.

• **Pourquoi moins de risque ?** Contrairement à un ERP (SAP) qui est une corvée à utiliser, les interfaces de RELX (comme *Lexis+*) sont des outils de recherche de haute précision.

• **L'IA comme alliée** : RELX a été l'un des premiers à intégrer l'IA générative directement dans ses interfaces. Pour un avocat, il est plus sûr d'utiliser l'interface LexisNexis (qui garantit l'absence d'hallucinations) que d'utiliser ChatGPT. L'interface de RELX devient donc un "label de confiance".

**En résumé**

• Pour **LSEG**, le terminal est une "**tour de contrôle**". Le risque est que le pilote (le trader) change de cockpit (l'interface).

• Pour **RELX**, la plateforme est une "**bibliothèque**". Le risque est qu'une IA devienne un meilleur bibliothécaire en indexant des livres gratuits ailleurs (l'agrégation).

**L'interface de LSEG est donc plus exposée** car c'est un outil de travail quotidien dont l'ergonomie peut être radicalement simplifiée par l'IA. **L'agrégation de RELX est plus exposée** car son contenu (textuel) est plus facile à traiter et à substituer par des modèles de langage.

C'est cette nuance qui explique pourquoi LSEG se jette dans les bras de Microsoft (pour sauver son interface via Teams) alors que RELX se concentre sur l'achat de bases de données de plus en plus exclusives (pour contrer l'agrégation publique).



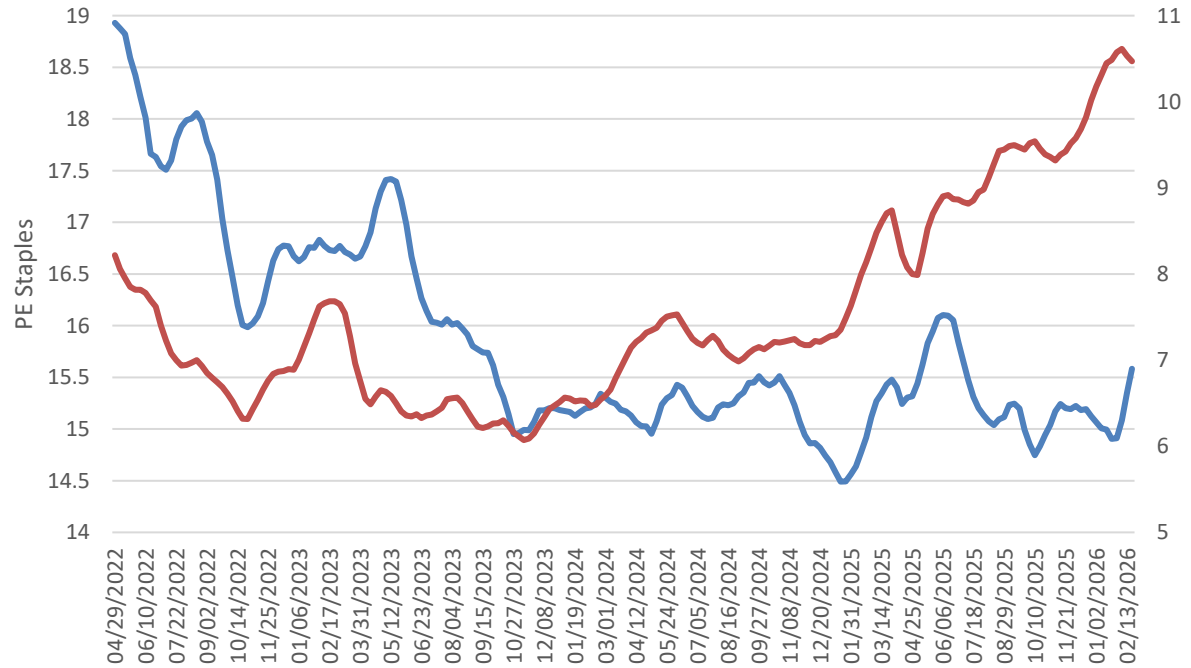
# Potentiel des Longs de BDL

<b>Performance Longs YTD</b>	<b>~ 2,9%</b>
<b>CONTRIBUTION PERFORMANCE YTD</b>	
<b>Prise de profits</b>	<b>2,1%</b>
<b>Opération M&amp;A</b>	<b>0,8%</b>
<b>Portefeuille Long actuel</b>	<b>0%</b>

**Le portefeuille long actuel a une légère sous-performance vs le marché YTD.**

# Longs BDL : historique du poids des Staples dans les longs de BDL Rempart

PE des staples et des banques



Poids des banques et des staples dans BDL Rempart

