

# VARENNE CAPITAL PARTNERS

## PRIVILEGIER LA SELECTION D'ENTREPRISES DONT NOUS POUVONS

### REDUIRE LE RISQUE CYCLIQUE

L'objectif de la gestion Varenne est de délivrer une performance d'excellence, dans la durée, avec le minimum de prise de risque nécessaire à l'obtenir.

Pour ce faire, nous associons quatre stratégies d'investissement complémentaires – Long Actions, Short Actions, Situations Spéciales et Couvertures Macroéconomiques – au sein d'une seule structure et nous nous reposons sur une activité de recherche entièrement propriétaire.

Le Long Actions revêt une importance particulière parce qu'il est le socle de nos portefeuilles et génère l'essentiel de la performance tout au long du cycle économique. Il est donc important de se pencher aussi sur les risques cycliques auxquels s'exposent les entreprises et d'identifier les moyens pour les réduire.

#### **Caractéristiques communes aux positions Long Actions de Varenne**

Les entreprises dans lesquelles Varenne investit, pour le compte des fonds qu'elle gère, doivent afficher des caractéristiques fortes :

- Un avantage concurrentiel durable, reposant sur un pouvoir de fixation des prix ou un leadership en matière de coûts, idéalement les deux en même temps,
- Une équipe de direction exceptionnelle,
- Des perspectives économiques favorables, où les opportunités peuvent compenser les conséquences de certaines difficultés,
- Une dynamique de croissance et de création de valeur propriétaire, aussi faiblement dépendante des cycles industriel et macroéconomique que possible,
- Peu ou pas de dette, avec en général une position financière nette positive,
- Des perspectives en ligne avec notre scénario macroéconomique,
- Des notes ESG et EQR (modèle propriétaire de Varenne - *Economic Quality Rating*) à la hauteur de nos standards.

#### **L'approche Varenne des risques de marché et des couvertures**

En matière de risques de marché, nous considérons que les phases de correction et les marchés baissiers sont des opportunités pour le Long Actions et le Short Actions. Dans ces conditions, nous pensons qu'un investisseur a intérêt à accepter la volatilité de marché et à ne couvrir que le risque résiduel.

#### VARENNE CAPITAL PARTNERS

# VARENNE CAPITAL PARTNERS

Nous utilisons les couvertures macroéconomiques contre les risques de marché résiduels et leurs causes profondes. Ces derniers peuvent être amortis par des instruments, ou des transactions, présentant un profil rendement/risque asymétrique. Nous définissons le risque résiduel comme l'impact sur les portefeuilles d'événements provoquant la baisse d'au moins 20 % de l'indice S&P 500, par rapport à son plus haut niveau sur 52 semaines.

Le budget annuel consacré à ces couvertures est limité à 1,5% de l'actif net par an et par fonds, seuil au-delà duquel nous pensons que son coût dégraderait la performance de façon disproportionnée à court terme et pèserait sur la performance de long terme également.

## **Faire la distinction entre les types de cyclicité**

Dans notre approche d'investissement, nous définissons deux types de cyclicité des entreprises. Le premier, dit de « type 1 », est lié aux cycles économiques et généralement intégré dans la stratégie de Couvertures Macroéconomiques. Le second type, plus pernicieux, est fonction des dynamiques de la demande, de l'offre, des capacités de production, des produits ou des investissements propres à un secteur, qui ne sont pas nécessairement liées à l'activité économique. Cette cyclicité de « type 2 » est plus problématique car très difficile à intégrer dans une stratégie de couverture. Ainsi, nous essayons toujours d'éviter d'y exposer nos portefeuilles.

## **L'exemple de Lam Research**

Lorsque nous avons acquis la conviction, en 2020, que les équipementiers de l'industrie des semi-conducteurs étaient à l'aube d'un super-cycle, tandis que les titres de plusieurs acteurs les plus performants, comme Lam Research, étaient proposés à des niveaux historiquement faibles, nous sommes passés à l'étude des risques. Ces derniers sont multiples, notamment : technologique, industriel, concurrentiel ou encore pérennité de la demande.

Nous avons alors cherché à recenser ce qui pouvait conduire Lam Research à perdre un ou plusieurs clients en faveur d'un concurrent. Pour les fabricants de WFE (*Wafer Fabrication Equipment*, ou Equipement de fabrication de galettes de silicium), le risque s'avère limité de voir des clients basculer en faveur de nouveaux outils concurrents. Les barrières à l'entrée sont tout simplement trop élevées, et on ne peut pas répliquer le travail accompli pendant des années dans l'établissement des données de production, de recherche et développement et dans les relations avec les clients. Même un changement de l'emplacement géographique de la production de puces n'affecterait pas fondamentalement les ventes de l'industrie des WFE. Indépendamment des transferts de production éventuels entre la Chine, la Corée, Taïwan, l'Europe ou les États-Unis, l'offre mondiale de puces devra in fine répondre à la demande mondiale, et l'offre devra être satisfaite à l'aide d'équipements de Lam Research, Applied Materials, KLA, Tokyo Electron et ASML.

Toutefois, la capacité à approvisionner un marché mondial offre bien peu de protection lorsque l'appétit de l'ensemble de l'industrie pour les investissements et de nouvelles capacités de production s'émousse : c'est là que se situe la cyclicité de « type 2 ». Ce fut historiquement le talon d'Achille des fabricants de WFE puisque la plupart des demandes de puces étaient alors concentrées autour d'un

## VARENNE CAPITAL PARTNERS

# VARENNE CAPITAL PARTNERS

nombre limité d'applications, à savoir les ordinateurs et les smartphones. Lorsque l'une de ces deux industries entrait dans un cycle baissier, cela provoquait un impact très important sur l'activité des équipementiers.

## Diversifications des demandes finales et augmentations des services

Au cours des dernières années, le caractère cyclique propre au secteur a été atténué par une plus grande diversification des sources de la demande, avec une part plus importante des chiffres d'affaires provenant de contrats de service à long terme. L'intelligence artificielle, le cloud, le stockage dans les centres de données, les infrastructures 5G et les smartphones, l'internet des objets, les véhicules intelligents, voire autonomes, le travail et l'apprentissage à distance, les divertissements et les jeux ont tous favorisé la diversification de la demande et réduit la dépendance traditionnelle des fabricants de WFE aux secteurs des PC et smartphones.

Au fil du temps, le risque cyclique de LAM Research est passé du type 2 au type 1. Grâce à cette mutation et après que Varenne a mené les travaux d'analyse fondamentale et de valorisation, LAM Research est entré en portefeuille. Son risque cyclique a pu être intégré dans le dispositif de Couvertures Macroéconomiques que Varenne met en place dans l'ensemble de ses fonds.

## VARENNE CAPITAL PARTNERS

# VARENNE CAPITAL PARTNERS

Ces informations ne sont pas de nature réglementaire. Elles ont été établies par Varenne Capital Partners et sont publiées à titre d'information, à destination exclusivement des investisseurs institutionnels et des investisseurs professionnels. Elles ne constituent ni en totalité, ni en partie un service de conseil en investissement, et ne constituent pas une offre, une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription ou du rachat de parts, actions ou autres participations dans les produits d'investissement présentés. Les destinataires de ces informations ne seront pas considérés comme des clients.

---

## A propos de VARENNE CAPITAL PARTNERS

Varenne Capital Partners est une société de gestion entrepreneuriale française créée en 2007. Avec 35 collaborateurs dont 14 analystes gérants, elle gère des fonds totalisant plus de 3,3 milliards d'euros.

L'objectif de la gestion Varenne est de délivrer une performance d'excellence dans la durée, avec le minimum de prise de risque nécessaire pour l'obtenir.

Nous nous efforçons de réaliser cet objectif en combinant, dans tous nos fonds, 4 moteurs de performance complémentaires que sont le Long Actions, le Short Actions, les Situations Spéciales et les Couvertures Macroéconomiques.

---

## VARENNE CAPITAL PARTNERS

Société par Actions Simplifiée – RCS Paris B 445 000 136 - CODE APE 741G  
42, avenue Montaigne – 75008 PARIS – Tél : +33 (0)1 70 38 81 22  
mail : [contact@varennecapital.com](mailto:contact@varennecapital.com) / [www.varennecapital.fr](http://www.varennecapital.fr)