



OBJECTIF DE GESTION

L'objectif est de rechercher une performance à comparer, sur la durée de placement recommandée (5 ans), à l'évolution des marchés d'actions de l'indice STOXX EUROPE 600 des pays de l'Union européenne calculé dividendes réinvestis.

COMMENTAIRE DE GESTION

Le 1er tour de la présidentielle française a vu émerger deux visions, une européenne réformiste et ouverte, et une autre non européenne avec un programme économique difficilement applicable dans le monde actuel. Le passage au deuxième tour de monsieur Macron laisse présager des réformes en France avec un allègement des charges et une relance de la politique de l'offre en faveur des entreprises. Même si cette politique met du temps à s'appliquer elle pourrait augmenter la croissance potentielle et renforcer l'axe franco-allemand.

L'environnement positif pour les actions européennes se confirme avec les très bonnes publications du 1er trimestre ce qui entraîne des révisions à la hausse des bénéfices 2017. Les analystes attendent entre 16,5 et 18% de croissance alors que les stratégestes, qui se basent sur la macroéconomie, sont plus prudents avec entre 12 et 14% de croissance. La faible croissance aux Etats-Unis, alors que le reste du monde commence à croître de façon synchronisée, favorise les flux vers des actions hors Amérique. Ce retour se fait timidement mais la baisse du risque politique européen devrait favoriser ce mouvement.

Votre fonds a profité de ce mouvement pour s'alléger sur certaines lignes, en particulier sur la Défense.

Nous avons liquidé notre ligne sur Thales avec une rentabilité totale (dividendes inclus) de plus de 3x depuis son acquisition en 2012. La perception de la croissance du chiffre d'affaires lors de son acquisition était de 1% par an et sa marge de 6%. Aujourd'hui le marché s'attend à 5% par an de croissance et des marges opérationnelles de plus de 10%. Les multiples ont progressé de 13x P/E 2012 à 19x 2017 et le rendement est passé de 4% à 2,5% actuellement.

Le fonds a construit une nouvelle ligne sur Sbm Offshore. Cette société opère 14 plateformes, soit une capacité de production de 1,6 Mln bbls / jour dont 50% au Brésil. Ces contrats sont signés pour des durées de 20 ans (avec un potentiel d'extension). Notre valorisation est dépendante des nouvelles plateformes commandées, mais en tablant sur 2 par an sur les prochains 3 ans et des investissements limités, le cash-flow sera en forte progression. La valeur présente des contrats actuellement en production et est valorisé à 18€/action contre un cours actuel de 15€/action.

Le fonds a aussi liquidé sa position sur Aegon, après une sous performance de l'ordre de 40% depuis son acquisition (performance totale de -12% vs +27% pour le Stoxx 600). Bien que nous pensions que la société est toujours sous-valorisée, nous ne pouvons pas occulter les contraintes de capital aux Pays-Bas ainsi que le risque sur ses crédits d'impôts différés aux Etats-Unis en cas de réduction de la fiscalité. Bien que des optionalités existent sur une simplification du groupe et que le management actuel réduit une partie du risque du business model, la progression du dividende reste difficile à envisager.

Les perspectives restent positives avec une politique de la BCE toujours accommodante en attendant un resserrement graduel de la Fed. Le marché se paye 16x 2017 avec une croissance des bénéfices attendue de 16,8%. Ce multiple pourrait s'accroître encore en fonction d'une croissance synchronisée en Europe ex-Uk, des nouvelles sur le front bancaire en Italie et des investissements futurs de la part des entreprises suite à des indices manufacturiers très bien orientés.

Achevé de rédiger le 5 mai 2017.

Isaac CHEBAR - Don FITZGERALD - Maxime GENEVOIS

Eligible Assurance Vie, PEA et Compte titres

Eligible au dispositif de l'abattement fiscal (article 150-0 D du CGI)

Le PER (Price Earning Ratio) est le rapport capitalisation boursière / résultat net ajusté. Il permet d'estimer la valorisation d'une action.

La dette nette est l'endettement financier brut corrigé de la trésorerie.

La DN/EBITDA est le rapport dette nette / excédent brut d'exploitation. Il permet d'estimer le levier financier d'une valeur.

VE/EBITDA est le rapport Valeur d'entreprise (Capitalisation Boursière + Dette Nette) / excédent brut d'exploitation. Il permet d'estimer la cherté d'une action.

DONNÉES AU 28/04/2017

	Fonds	Indicateur de référence*
Performance YTD	6,55%	8,24%
Performance 2016	1,25%	1,73%
Performance annualisée 5 ans	13,67%	11,62%
Volatilité 1 an	13,48%	12,01%
Volatilité 3 ans	16,25%	16,03%
Volatilité 5 ans	14,74%	14,81%

* STOXX Europe 600 EUR Net Return

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES AU 28/04/2017

Valeur liquidative	255,61 €	Actif net du fonds	876 M €
Rendement net estimé 2016	3,14%	DN / EBITDA 2016	1,8 x
PER estimé 2017	16,3 x	VE / EBITDA 2017	7,0 x

PERFORMANCE CUMULÉE DEPUIS LE 02/04/2004



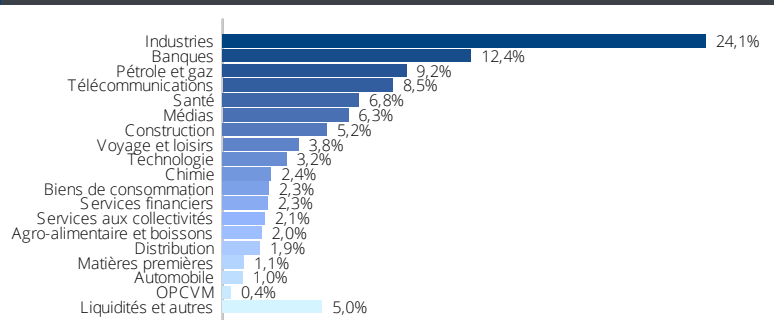
PRINCIPALES POSITIONS

	CNH INDUSTRIAL NV	3,15%
	SOCIETE GENERALE	2,87%
	NOKIA	2,70%
	ALSTOM	2,68%
	SMITHS GRP PLC	2,52%

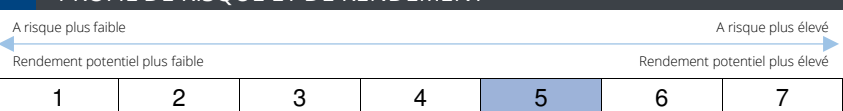
PRINCIPAUX PAYS

	FRANCE	28,0%
	ITALIE	16,3%
	ROYAUME-UNI	14,6%
	ALLEMAGNE	11,4%
	PAYS-BAS	9,5%

REPARTITION PAR SECTEUR



PROFIL DE RISQUE ET DE RENDEMENT



L'exposition aux marchés actions explique le niveau de risque de ce fonds