

---

## FDE PATRIMOINE

### RAPPORT DE GESTION 2017

---

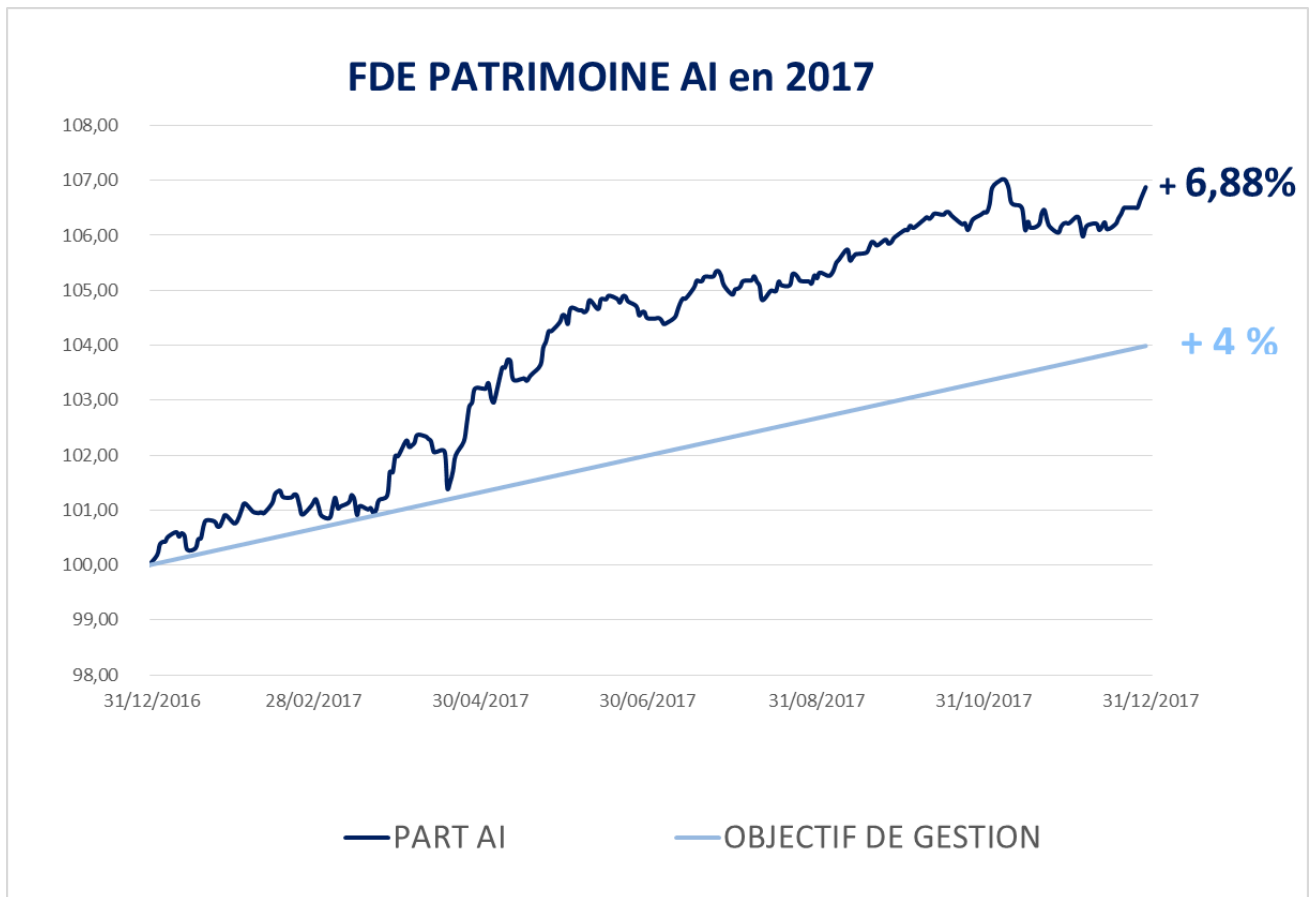
#### 1/FAITS MARQUANTS

L'exercice courant est annuel et calé sur l'année civile (1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre) et l'objectif du fonds est de réaliser une performance annuelle de 4%.

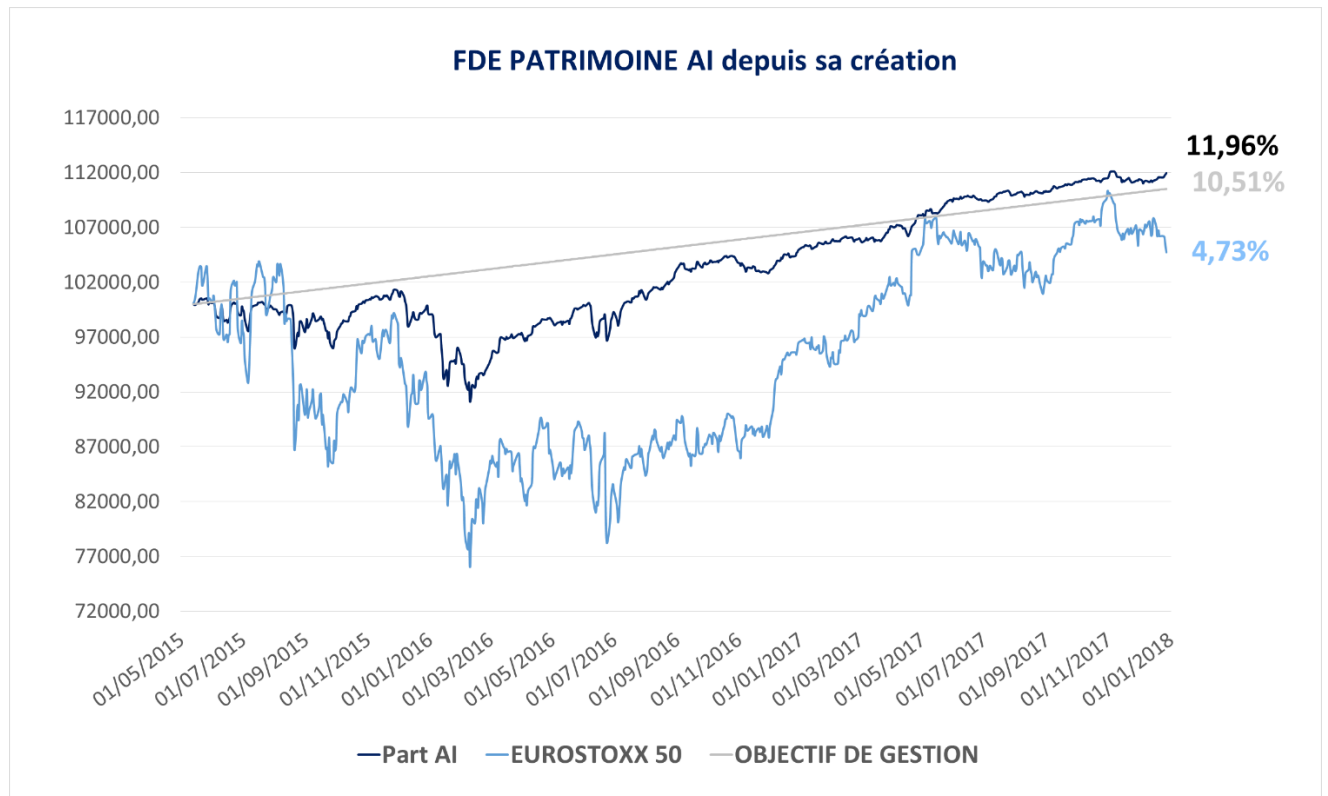
#### 2/PERFORMANCES DU FONDS EN 2017 EN BASE 100

**PART AC : 6.12%**

**PART AI : 6.88%**



## DEPUIS LA CREATION DE LA PART AI (VALEUR DE LA PART)



### 3/ POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

**Rappel important:** depuis la reprise de la gestion le 21/04/2015 de FDE Patrimoine par la Financière de l'Europe, le fonds applique une nouvelle politique de gestion s'articulant autour de deux principes :

- Le stock picking sur les actions avec une constitution de l'actif autour de sociétés cotées dont les valorisations et les fondamentaux nous apparaissent attractifs, sans considération particulière en ce qui concerne le poids des sociétés où des secteurs dans la constitution des indices.
- L'introduction d'une poche obligataire majoritaire dans l'allocation d'actifs et concentrée sur les émissions d'entreprises plutôt que celle des Etats dont les rendements très faibles ne reflètent pas la qualité de leur signature.
- L'utilisation de produits dérivés simples, principalement à destination de couverture afin d'optimiser la performance dans un contexte de risque optimal. En effet au regard du comportement récent du fond, nous avons adopté une stratégie plus protectrice dans les phases de baisses des marchés dans une optique plus centrée sur la conservation des actifs.

Ce nouvel outil, nous permet outre les prises de positions moyen-terme en fonction des niveaux des marchés, de capter de l'alpha par une utilisation intraday.

## Techniques de gestion efficace du portefeuille et instruments financiers dérivés

a) Exposition obtenue au titre des techniques de gestion efficace du portefeuille et instruments financiers dérivés

- Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace : OUI

Au cours de cette année 2017, il nous est arrivé d'investir dans des titres faisant l'objet d'une OPA (SES Imagotag, Zodiac) de façon à augmenter notre exposition action sans pour autant subir la volatilité habituellement associée à cette classe d'actifs.

- Exposition sous-jacente atteintes au travers des instruments dérivés

Actions : Futures sur CAC 40, Eurostoxx 50, Banks

Taux : Future sur Euro OAT

b) Identité de la contrepartie aux techniques de gestion efficace du portefeuille sur dérivés

GFI est le seul broker futures assurant une permanence jusqu'à la clôture des futures (22h)

**La politique d'investissement suivie sur la période est récapitulée ci-dessous mensuellement et se décompose en deux parties :**

- La première traite des événements macroéconomiques et de leur influence sur les marchés
- La seconde détaille les mouvements intervenus dans le fonds sur les 2 principales classes d'actifs (actions, obligations), ainsi que la politique de gestion de notre exposition aux actions

### **Janvier 2017**

Le vent d'optimisme initié en novembre sur les marchés actions suite à l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats Unis s'est poursuivi dans la première partie du mois de janvier avant que quelques doutes ne surgissent.

En effet, la remise en cause par la nouvelle administration des accords de libre échange (abandon du Trans Pacific Partnership et renégociation du North American Free Trade Agreement), font craindre un repli protectionniste dommageable pour la croissance mondiale. Ajoutons à cela le « Pénélopegate » qui agite la classe politique française et on comprend aisément pourquoi l'indice CAC 40 (-2,33%) recule plus que son homologue européen (-1,73%).

**Sur le compartiment obligataire**, l'accalmie observée en décembre aura été de courte durée puisqu'on assiste à une envolée des rendements des obligations gouvernementales européennes suite à la publication des chiffres d'inflation en zone euro. Ainsi, avec l'Allemagne à 0,43%, la France au-delà des 1% (1,02%), l'Espagne à 1,58% et l'Italie à 2,24%, c'est un alignement des planètes à l'envers qui se profile pour l'économie européenne, d'autant que l'eurodollar, après avoir marqué un point bas à 1,04, se redresse vers 1,08 et pénalise mécaniquement les sociétés exportatrices.

**Sur le compartiment action, 32% de l'actif, l'exposition moyenne a été de 12% et s'inscrit à 18% à fin janvier.**

Notre couverture qui avait été très pénalisante en décembre contribue cette fois-ci positivement à hauteur de 1,02%. On notera les très belles performances de Peugeot (+11%), Bolloré (+10%), Wirecard (+ 9%), Casino (+9%), Touax (+9%) ou Iliad (+8%)

Côté déception, on retiendra Technicolor (-23%) lourdement sanctionné après la révision en baisse de ses perspectives 2017 notamment sur l'activité décodeurs. Pour autant nous conservons notre position sur la valeur au regard de la forte génération de cash flows qui en fait une des rares valeurs « value » de la côte française. Le numéro 2 mondial des drones Parrot a été impacté (-16%) par son faible T4, mais nous retiendrons qu'avec la mise en place d'un plan de restructuration, la société a pour objectif de revenir à l'équilibre dès 2017.

Nos investissements du mois ont concerné Wirecard alors que le spécialiste du paiement en ligne confirmait la réalisation d'un très bon T4, et les 2 protagonistes d'un projet de fusion prometteur entre le spécialiste des verres optiques Essilor et Luxottica, le fabricant de montures. Enfin nous avons renforcé notre position en Française de l'Energie et initié une position sur Yoox le spécialiste dans le e-commerce de marques de luxe.

A contrario nos cessions ou allègements ont concerné les titres auteurs d'un très bon parcours, comme Manitou, Orange, Peugeot, Pernod Ricard qui a profité indirectement de la publication de Remy Cointreau, Lvmh suite à ses bons résultats (mais déjà anticipés), Total ou encore nos 2 mines d'or, AngloGold et Newmont Mining, suite à la remontée des cours du métal jaune.

**La partie obligataire, 57% de l'actif total, a largement profité (+0,40%) de la revalorisation de certains de nos paris sur le « high yield »** Ainsi, la perpétuelle Bourbon progresse de 5% à la faveur du discours de son dirigeant qui laisse entendre que cette échéance pourrait être remboursée au pair (100) en octobre 2017 alors qu'elle ne cote que 90. On notera également la poursuite du redressement de la convertible CGG 2020 ou encore de nos obligations casino et rallye dans le secteur de la distribution.

Nous avons donc renforcé notre position en Bourbon et à l'inverse cédé, notre Areva 2023 qui s'est fortement appréciée et notre CNP indexée avec un gain de 30% dans la mesure où nous pensons que la tension sur les taux pourrait se calmer.

Dans cette optique de détente des taux longs souverains, nous avons également renforcé significativement notre position en OAT 2026 à 6% du portefeuille.

## **Février 2017**

Le sentiment optimiste initié en novembre sur les marchés actions suite à l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats Unis s'est poursuivi en février notamment aux Etats Unis où les indices actions enchainent record sur record sans la moindre consolidation. En Europe, les marchés progressent aussi dans la lignée de leurs homologues US, et ce en dépit de la résurgence de la problématique grecque ou de la montée des populismes en réaction à une classe politique de plus en plus discréditée.

**Sur le compartiment obligataire**, l'évolution des rendements des obligations gouvernementales (10 ans) européennes a été disparate. Ainsi, dans un contexte toujours volatile, l'Allemagne se pose en valeur refuge et voit son 10 ans refluer de 23 points de base à 0,20%. L'Italie (-0,17%) à 2,07% suit le même mouvement au même titre que la France (-0,14%) à 0,88% alors que les

investisseurs voient s'éloigner la perspective d'un duel au second tour de l'élection présidentielle entre 2 camps prônant la sortie de l'euro.

**Sur le compartiment action, 33% de l'actif, l'exposition moyenne a été de 12% et s'inscrit à 16% à fin janvier.**

Le coût de notre couverture (-0,87%) a été significatif compte tenu de la progression des marchés actions. On notera les très belles performances de Collectis (+28%), Abeo (+14%), Sopra Stéria (+11%), Airbus (+10%), Worldline (+9%).

Côté déception, on retiendra le secteur des sociétés de biotechnologie avec Pharnext, Gensight mais surtout Innate Pharma (-22%) lourdement sanctionnée après l'échec d'un candidat médicament dans une forme de leucémie aigüe.

Nos investissements du mois ont concerné des valeurs en fort repli notamment dans le secteur pétrolier sur lequel nous étions très peu présents, à l'instar de **Saras** le raffineur italien ou **Vallourec** dont le redressement ne sera réellement effectif qu'en 2018. Nous avons également participé à l'augmentation de capital de **Solocal**, opération qui permet au groupe de réduire des 2/3 sa dette et d'achever sa mutation des annuaires (Pages Jaunes) vers les services internet (communication digitale) dont on attend une forte génération de cash-flow lié à l'accélération de la croissance de ce segment. Notons également la participation à l'IPO de lysogène une société de biotechnologie

A contrario nos cessions ont concerné Peugeot auteur d'un parcours remarquable ces derniers mois. Nous attendons des précisions quant à l'offre de reprise de la filiale européenne (Opel, Vauxhall) de Général Motors Opel, qui affiche des pertes récurrentes depuis plus de 15 ans et un lourd déficit de ses fonds de pensions.

Nous avons également vendu Airbus après une publication marquée par une provision record sur l'A400M (avion militaire) et allégé Wirecard en raison du retard dans la confirmation de l'acquisition aux USA de CPSC.

**La partie obligataire, 56% de l'actif total, a largement profité (+0,55%) de la revalorisation de certaines de nos positions.**

Ainsi, L'obligation indexée Casino s'envole de 12% suite à la remontée des taux longs tandis que la perpétuelle Bourbon progresse encore de 3%. Du côté de CGG, si l'obligation 5 7/8 2020 continue de se redresser (+4%), nous constatons que ce n'est guère le cas de la convertible 2020 qui abandonne 10%. Nous avons donc renforcé notre position et entamé des démarches pour fédérer les autres porteurs de parts afin d'élire un représentant de la masse pour faire valoir nos droits auprès de la société. Nous avons également acheté l'obligation indexée Ethias alors que des rumeurs de rachat de l'assureur belge ont engendré une nette revalorisation de l'obligation à taux fixe (5% 2026) que nous avons vendues après une plus-value de 20%. Parallèlement, nous avons investi dans l'obligation Pages Jaunes dont les caractéristiques de restructuration nous apparaissent très attractives.

Enfin, au regard de la hausse des taux longs français, nous avons cédé la majeure partie de notre position en OAT 2026 pour la ramener à moins de 2% du portefeuille.

## **Mars 2017**

Depuis l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats Unis, un fort sentiment d'optimisme s'est diffusé sur les marchés qui ont largement parié sur l'orientation pro business promise par la nouvelle administration. L'échec du nouveau Président à reformer le système de santé n'a pas

entamé l'enthousiasme des investisseurs désormais focalisés sur une réforme fiscale tant attendue. Ni les atermoiements de la politique étrangère ou les menaces protectionnistes des USA, ni la hausse des taux, ni les incertitudes liées aux conséquences du Brexit ou aux échéances politiques en Europe ne sont susceptibles, **pour l'instant**, de semer le doute sur des niveaux de valorisations pourtant déjà bien exigeants.

**Sur le front obligataire**, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) européennes sont repartis à la hausse. Ainsi, dans un contexte toujours volatile, l'Allemagne voit son 10 ans s'ajuster 13 pb à 0,33%, l'Italie de 24pb à 2,31%, la France de 9 pb à 0,97%. Rappelons que ces niveaux restent incroyablement accommodants (grâce à la BCE dont le bilan ne cesse de gonfler pour atteindre les 4300 milliards d'euros!) puisqu'ils offrent une rémunération réelle largement négative en tenant compte de l'inflation.

**Sur le compartiment action, 35% de l'actif, l'exposition moyenne a été de 10% et s'inscrit même à 8% à fin mars** compte tenu de l'accélération haussière des indices en fin de mois.

**Le coût de notre couverture (-1,05%) a été particulièrement douloureux** compte tenu de la forte appréciation des indices (+5,5%) sur le mois. On notera des progressions spectaculaires notamment dans les secteurs, du pétrole (Vallourec), des biotechnologies (Pharnext, Innate Pharma et Integragen), de la technologie (Technicolor) ou encore dans les paiements (Wirecard et Worldline). Côté déceptions, on signalera également le fort recul d'Amoeba, notre cleantech spécialiste dans le traitement des eaux, en raison de la décision de l'Anses (organisme décidant de l'autorisation de commercialisation) de déléguer au niveau européen l'autorisation de mise sur le marché du biocide. Pour autant, notre conviction reste intacte sur cette société qui obtiendra des instances européennes cette fameuse AMM à la fin de cette année. Nous avons été impactés par **Zodiac** suite à un nième avertissement sur résultat, qui devrait engendrer une révision à la baisse du prix de 29,50€ proposé par Safran dans le cadre de son OPA. Pour autant, il reste une marge substantielle au regard des 23,50€ que cote l'action actuellement et c'est pourquoi nous en avons racheté. Nous avons également renforcé notre position dans la minière **Anglogold** et dans **Eramet** (matières premières) qui a corrigé de plus de 30% après son rallye de fin d'année. Enfin nous avons acheté **Aurelius** une société allemande spécialisée dans le rachat d'entreprises en difficulté, après la forte chute du titre (-30%) suite à la diffusion par un fonds activiste influent d'une recommandation de vente. Nos allègements ont concerné le secteur des paiements (Wirecard et Worldline), le luxe (LVMH), mais aussi Vallourec et enfin Groupe Gorgé que nous avons vendu après une publication décevante.

**La partie obligataire, 60% de l'actif total, a pu profiter (+0,60%) d'un stock picking très favorable** d'abord avec notre ligne de convertible CGG 2020 (+8%) qui conserve une décote de près de 80% par rapport à son prix de son remboursement. Nous avons d'ailleurs renforcé cette ligne au détriment de l'obligation classique 5 7/8 2020 qui à été cédée avec une décote bien moins importante de 53% sur son prix de remboursement. Nous avons également renforcé notre position sur l'obligation Solocal (7% de rendement) suite à la restructuration réussie de la dette du groupe. Enfin, nous avons réalisé une excellente opération en investissant dans la petite souche de perpétuelle Ethias au prix de 73 euros, qui s'est brutalement réappréciée au-delà des 80 euros lorsque les investisseurs ont pris conscience de sa sous valorisation.

## Avril 2017

Alors qu'on s'acheminait vers une consolidation des indices en avril après l'envolée du mois précédent, la réaction très enthousiaste (+4%) des indices actions tant français qu'européens après le résultat du premier tour de l'élection présidentielle française a fait basculer le solde en territoire positif (entre +2% et +3%). En effet, la victoire quasi assurée d'Emmanuel Macron au second tour, provoque un regain de confiance des investisseurs dans la survie de la zone euro face à la récente montée des populismes et ce, d'autant que les indicateurs avancés d'activité confortent le sentiment d'une dynamique positive de l'économie européenne.

**Sur le front obligataire**, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) baissent significativement en France (-14bp à 0,83%) et par contagion en Italie (-5bp à 2,26%) traduisant le recul du risque politique. Le spread France – Allemagne revenant pour sa part à 50bp après avoir atteint un pic proche de 80 bp au cours de ce mois. Rappelons que ces niveaux restent incroyablement accommodants, puisqu'ils offrent une rémunération réelle largement négative en tenant compte de l'inflation. Cette situation anormale perdurera tant que la BCE continuera d'acheter 60 milliards d'obligations par mois et de gonfler ainsi son bilan qui atteint désormais les 4500 milliards d'euros! Notons également la forte appréciation de l'euro qui retrouve le niveau de 1,09 contre \$.

**Sur le compartiment action, 32% de l'actif, l'exposition moyenne a été de 14% et s'inscrit même à 11% à fin mars** compte tenu de l'accélération haussière des indices en fin de mois.

**Le coût de notre couverture (-0,5%) a été encore significatif** compte tenu de la poursuite de l'appréciation des indices (entre 2 et 3%) sur le mois. Cependant, nous avons pu profiter d'un stock picking très favorable notamment grâce à **l'envolée spectaculaire (+48%) de La Française de l'Energie**. Cette société méconnue spécialisée dans le développement de projets d'exploration et de production de gaz de houille dans les bassins miniers du Nord et de la Lorraine, avait vu son cours divisé par 3 depuis son introduction en 2016, Nous avons alors profité de cette anomalie de valorisation pour constituer une ligne à bon compte, alors que la société dispose de contrats très long terme de vente de sa production à des prix sécurisés. On notera également quelques progressions spectaculaires parmi nos investissements du mois dernier avec Aurelius qui rassure après l'annonce du doublement de son dividende, Eramet qui profite de la croissance de 28% de son chiffre d'affaires trimestriel, ou encore Solocal dont la métamorphose après sa restructuration commence à convaincre les investisseurs. Les déceptions ont été assez rares à l'exception de la minière française Au Plata dont la construction de l'usine de cyanuration n'entrera en vigueur qu'à la fin de l'exercice. Nous avons renforcé notre ligne d'**Amoeba** qui abandonne encore 22% suite au report de l'AMM de son biocide, car nous restons confiants dans les conclusions du panel d'experts européens qui rendra son verdict en septembre. Par ailleurs, nous avons renforcé nos positions en **Vallourec** suite au repli du pétrole, **Zodiac** car nous croyons toujours à une OPA de Safran et initié une ligne sur **BIC**, alors que le groupe qui a déçu sur le premier trimestre notamment sur les rasoirs, s'attend à une croissance plus dynamique sur le reste de l'exercice.

Nos désinvestissements ont concerné des valeurs ayant fortement progressé à l'instar d'Aurelius, Eramet ou Technicolor mais aussi des « blue chips » du CAC 40, comme Cap Gemini, Essilor, Société Générale, Saint Gobain ou LVMH. Nous considérons que bon nombre de ces valeurs sont désormais largement à leur prix et que leur potentiel d'appréciation est plus que limité.

**La partie obligataire, 57% de l'actif total, a pu profiter (+0,37%) de la forte hausse de l'obligation convertible Aurelius** après que les dirigeants aient annoncé un doublement du dividende. Nous avons profité de la détente observée sur l'OAT 10 ans pour céder notre position et vendu notre perpétuelle Groupama après une confortable plus-value.

## **Mai 2017**

Après avoir poursuivi sur leur lancée et inscrit un nouveau point haut début mai, les indices actions ont légèrement consolidé par la suite, ce qui ne les empêche pas d'afficher une nouvelle marque positive (environ 1%) au terme de ce mois. **En Europe**, la dynamique positive de l'économie ne se dément pas en dépit de la non finalisation du nouvel accord de refinancement de la Grèce. On notera toutefois que le recul du risque politique s'est heurté à la probable tenue d'élections législatives anticipées en Italie, pays dont le secteur bancaire montre toujours des signes de fragilité en relation avec la faiblesse des fonds propres de ses banques face à l'épineux problème des créances douteuses.

**Aux USA**, les dernières publications économiques laissent entrevoir un ralentissement de la croissance qui, si elle ne remet pas en cause le relèvement des taux de la FED en juin, laisse planer le doute sur la poursuite du resserrement monétaire. Dans ces conditions et face à une administration Trump incapable de mettre en place son programme de relance ou sa réforme fiscale, le dollar s'est naturellement effrité notamment contre **l'euro qui s'installe à proximité des 1,12**.

**Sur le front obligataire**, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) poursuivent leur détente en France (-11bp à 0,72%) et par contagion en Italie (-7bp à 2,19%), mouvement cependant moins marqué en raison du retour du risque politique. Le spread France – Allemagne revient pour sa part à 43bp, traduisant ainsi le regain de confiance des investisseurs depuis l'élection présidentielle.

Notons que la BCE, arguant d'une faiblesse de l'inflation, ne semble pas pressée de normaliser sa politique monétaire et de dégonfler son bilan et contribue ainsi à maintenir les taux anormalement bas.

**Sur le compartiment action, 33% de l'actif, l'exposition moyenne a été de 12%** et s'inscrit à 15% à fin mai.

**Le coût de notre couverture (-0,38%) est certes récurrent** compte tenu de la poursuite de l'appréciation des indices mais il a été largement compensé par une très solide performance de nos actions détenues dans le portefeuille. Les progressions les plus spectaculaires concernent encore la Française de l'Energie (+ 39 % soit un doublement du cours en 2 mois!) et le secteur des sociétés biotechnologiques qui s'est enfin réveillé grâce à des publications faisant état de progrès notables dans les traitements. Ainsi, Pharnext (+24%), Nanobiotix (+16%) ou Integragen (+10%) mènent le palmarès aux côtés d'autres dossiers comme Voltalia (+17%), Amoeba (+16%), Aurelius (+14%) ou X Fab (+11%) notre achat du mois dernier. Côté déceptions, citons le secteur automobile (Daimler) pénalisé par le recul du marché aux USA et Au Plata notre petite minière française pénalisée par le programme d'émission d'OCABSA.

**Nos investissements se sont concentrés sur 2 valeurs: Peugeot** qui s'est effrité dans le sillage du secteur automobile et qui est ainsi revenu à des niveaux de près de 10% inférieurs à ceux sur lesquels nous avons cédé notre position.



PSB Industries, une société familiale bon marché (PER 2018 inférieur à 10), spécialisée dans l'emballage qui après un premier trimestre difficile devrait retrouver le chemin de la croissance grâce à une bonne dynamique commerciale (succès appel d'offres).

**Nos allègements** ont concerné des titres ayant notablement progressé comme Aurelius, Voltalia, Solocal et bien entendu La Française de l'Energie car après le doublement de son cours, elle représentait plus de 2% de notre actif.

**La partie obligataire, 58% de l'actif global, a été impactée à hauteur de -0,36%** malgré les progressions de Groupama (+9%), Aurelius (+8%) et d'Ethias (+4%). En effet, notre convertible CGG s'enfonce de 30% suite à la proposition de restructuration de la société qui maltraite les porteurs d'océanes. Nous poursuivons notre combat avec le représentant de la masse pour faire entendre notre voix dans ce dossier.

Notre unique achat concerne la perpétuelle Crédit Logement indexée sur l'euribor 3 mois.

## Juin 2017

Les indices actions ont poursuivi en juin la légère consolidation entamée depuis le point haut atteint début mai et affichent ainsi un bilan mensuel négatif avec un recul proche de 3% pour l'Eurostoxx 50 NR.

**En Europe**, la dynamique positive de l'économie se confirme mois après mois et la levée des incertitudes politiques impacte favorablement le moral des entrepreneurs. Cet optimisme sur la croissance européenne a d'ailleurs été mis en avant par **Mario Draghi** lors de son intervention au cours du symposium annuel de la BCE, au cours de laquelle il **a pour la première fois employé le terme « reflationniste », non sans conséquence sur les marchés de taux et de devises**. En effet, les Banques Centrales ont habitué les marchés à vivre avec de l'argent gratuit depuis des années et toute anticipation d'un changement de politique sur ce sujet est un puissant catalyseur notamment en termes de flux et de valorisation pour les marchés actions.

**Aux USA**, bien que Trump rencontre des difficultés à imposer ses réformes, l'économie US reste bien orientée avec une croissance du PIB toujours ancrée à proximité des 2%.

La FED a opéré comme prévu un relèvement des taux en juin, et la poursuite du resserrement monétaire est désormais attendu en décembre par le consensus, décalage qui a eu pour conséquence de provoquer une nouvelle faiblesse du \$ notamment contre **l'euro qui s'installe à proximité des 1,14**.

**Sur le front obligataire, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) se sont donc envolés** suite au discours de Draghi laissant entrevoir un infléchissement de la politique très accommodante de la BCE. Ainsi, en dépit de la réduction du spread France – Allemagne à 35bp contre 43 bp fin mai, l'OAT 10 ans s'inscrit à 0,81% après avoir touché un point bas à 0,59% quelques jours plus tôt. Le bund allemand rejoint ses plus hauts depuis 17 mois, à 0,46%.

**Sur le compartiment action, 34% de l'actif, l'exposition moyenne mensuelle a été de 18%** et s'inscrit même à 22% à fin juin.

Contrairement aux mois précédents, **notre couverture (+0,46%) a été positive**, alors que les performances enregistrées au sein du portefeuille ont été contrastées. Du côté des satisfactions, citons l'introduction réussie de Balyo (+30%) une société en passe de révolutionner le marché de la logistique d'entrepôts par la conception et la fabrication de chariots de manutention entièrement automatisés fonctionnant 24h/24h. Le réveil boursier (+17%) de SFPI à l'occasion de la cession de son activité de télésurveillance (Eryma) dans le cadre de la rationalisation de son portefeuille, donne un message positif au marché, sur le recentrage du groupe sur son pôle bâtiment.

Du côté des déceptions, nous avons été surpris par la très forte baisse de Gensight après sa levée de fonds de 22,5 millions qui permet à la société de biotechnologie d'étendre son horizon de cash jusqu'au premier trimestre 2019. On déplorera également le nouvel avertissement sur résultats de Technicolor qui abandonne 15%.

**Nos principaux investissements se sont concentrés** sur Balyo, Gensight, une mine d'or (Newmont Mining) suite au repli du métal jaune et Eurotunnel qui reste serein sur le trafic Eurostar et sur la rentabilité de son activité navette. Nous avons également acheté SES Imagotag une société faisant l'objet d'une OPA et présentant une décote de 4% sur le cours de rachat.

**Nos allègements** ont concerné des titres ayant notablement progressé comme Derichebourg, Europcar, Eramet et Barrick Gold (avant la baisse). Nous avons soldé notre position en BIC après une plus-value de 7% et Yoox, le détaillant de luxe en ligne, qui doit faire face à une concurrence accrue puisque Farfetech, le site de mode anglais va être introduit aux USA tandis que LVMH s'apprête à lancer sa plateforme de e-commerce.

**La partie obligataire, 57% de l'actif total, a été globalement stable mais avec de fortes disparités.** La convertible CGG (-24% en valeur et -0,36% en contribution) a encore été à la peine suite à la proposition de restructuration de la société qui maltraite les porteurs d'océanes, au regard du traitement réservé aux autres porteurs obligataires. Nous poursuivons notre combat avec le représentant de la masse pour faire entendre notre voix dans ce dossier que nous avons par ailleurs renforcé. Notons les progressions des souches Natixis assurances (+10%) et Crédit Logement (+4%) ainsi que de la perpétuelle Touax suite à l'annonce de l'entrée en négociation pour la cession de son pôle constructions modulaires.

## **Juillet 2017**

Les indices actions sont restés indécis en juillet avec un repli de 0.5% pour le CAC 40 tandis qu'en Europe l'Eurostoxx 50 affichait pour sa part une hausse symbolique de 0.2%.

**En Europe**, si la confiance dans la capacité de l'économie européenne à poursuivre son amélioration s'est renforcée d'un cran avec la publication des PIB français et espagnol, elle ne se traduit pas, pour l'heure, par un mouvement de fond sur l'inflation. Cependant, ce regain de confiance dans la poursuite d'un cycle solide de croissance a engendré une nouvelle appréciation de l'eurodollar qui dépasse désormais le niveau de 1.18.

Cette hausse de près de 13% de la devise européenne depuis le début de l'année contribue à calmer les velléités haussières des actions car elle pèsera inévitablement sur les comptes des

entreprises exportatrices qui entrent dans la composition des grands indices boursiers européens.

**Aux USA**, la croissance tient sans Trump, qui rencontre des difficultés à imposer ses réformes toujours dont la plus emblématique est la suppression de l'Obamacare. Le PIB américain, a progressé de +2,6% en rythme séquentiel annualisé, quasiment en ligne avec les attentes. Ceci correspond à une croissance de +2,1% vs T2-2017 (contre +2% au T1 vs T1-2016) et confirme le rebond attendu de la croissance. L'économie US reste donc bien orientée avec une croissance du PIB toujours ancrée à proximité des 2%.

La FED qui a opéré un relèvement des taux en juin, devrait poursuivre son resserrement monétaire qui est désormais attendu en décembre par le consensus, et engager une réduction progressive de la taille de son bilan dès le mois de septembre.

**Sur le front obligataire, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) ont touché un pic à mi-juillet avant de refluer pour au final afficher une stabilité sur le mois (0.80% pour l'OAT).** Le spread France-Allemagne poursuit sa décrue à des niveaux historiquement bas (0.27 bp) loin des 75 bp touchés avant l'élection présidentielle française, en raison d'une légère tension sur le Bund allemand (0.53%) qui perd son statut de valeurs refuge.

**Sur le compartiment action, 32% de l'actif, l'exposition moyenne mensuelle a été de 18% et s'inscrit à 19% à fin juillet.** La contribution de **notre couverture (+0,02%) a été très légèrement positive**, alors que les performances enregistrées au sein du portefeuille ont été une nouvelle fois contrastées en raison de la publication des résultats semestriels de nombreuses sociétés.

Du côté des satisfactions, citons, le secteur des moyens de paiements sur lesquels nous sommes investis par le biais de Wirecard (+16%) qui a relevé ses guidances et Worldline (+14%), le bâtiment avec la poursuite de l'appréciation de SFPI ainsi qu'Abeo (+12%) le fabricant d'équipement de sports qui réalise un parcours sans faute depuis son introduction. Enfin, saluons la forte appréciation (+12%) de Newmont Mining la mine d'or sur laquelle nous avons investi au mois de juin.

Du côté des déceptions, la révision en baisse des perspectives de Solocal sur son pôle internet (CA entre +1% et +3% contre initialement +3% à +5%) pour l'année 2017 s'est traduit par un vif repli du titre (-25%) qui explique l'intégralité de la baisse du fonds en juillet. On notera également le reflux de Technicolor qui voit ses ventes de décodeurs refluer de 10% tandis que les revenus de ses brevets s'effondrent notamment suite à l'arrêt de contrats exceptionnels. Enfin Integragen a déçu nos attentes avec un CA en croissance de 8%, là où nous attendions plutôt 20%.

**Notre unique investissement en juillet s'est porté sur Derichebourg**, le spécialiste dans les prestations de services aux entreprises et aux collectivités suite à la cession de 2% du capital détenu par son actionnaire majoritaire la CFER (Compagnie Financière pour l'Environnement et le Recyclage). La société confirme sa dynamique de croissance bénéficiaire observée depuis plusieurs semestres, croissance qui devrait s'amplifier lors des prochains trimestres. Redevenu une machine à cash, Derichebourg entrevoit rapidement son désendettement et possède donc les moyens de réaliser une opération « structurante » dans les prochains mois.

**Nos allègements** ont concerné la société de biotechnologies Cellectis, Eramet dans les matériaux de base et Witbe après la déception sur le chiffre d'affaires semestriel. Nous avons également cédé Axa alors que la remontée des taux en début de mois favorisait le secteur financier.

**La partie obligataire, 56% de l'actif total, a globalement profité** de la bonne performance de notre casino perpétuelle (0.21% de contribution) et du rebond de notre convertible CGG (+10% en valeur et +0,15% en contribution) alors que poursuivons notre combat avec d'autres sociétés de gestion pour faire entendre notre voix dans ce dossier en pleine restructuration.

Notre seul mouvement du mois consiste en la diminution de la perpétuelle Bourbon de façon à ramener sa pondération à hauteur de 3% de l'encours.

## Aout 2017

Au mois d'aout, les indices actions ont enregistré des replis très mesurés avec un -0.2% pour le CAC 40 tandis qu'en Europe l'Eurostoxx 50 affichait pour sa part un recul un peu supérieur à -0,7 %.

Pourtant, les rythmes de croissance des plus grands pays européens au T2-2017, publiés cet été, sont ressortis autour de +2% en glissement annuel, ce qui est indéniablement une bonne nouvelle dans la poursuite de la croissance du cycle économique.

**En Europe**, la force de l'euro qui s'installe à proximité du seuil des 1.2 contre \$ inquiète les investisseurs quant aux futures répercussions sur les comptes de résultats des grandes sociétés exportatrices. On remarquera également que la période de publication des résultats du second trimestre, n'a pas engendré de révision haussière des bénéfices.

**Aux USA**, la croissance reste sur de bons rails, mais c'est plutôt la montée des tensions autour de la question nord-coréenne qui a contribué à alimenter une certaine méfiance sur les marchés. La FED qui a opéré son dernier relèvement des taux en juin, semble dubitative à poursuivre son resserrement monétaire au regard de la faiblesse de l'inflation toujours pénalisée il est vrai par des éléments conjoncturels (télécoms, santé) qui devraient se dissiper à la fin de l'année.

Le sommet des banquiers centraux à Jackson Hole a été un non-événement puisque rien n'a été dévoilé concernant les futures décisions des banques centrales et les investisseurs. L'absence de volonté de Mario Draghi à lutter contre l'appréciation de l'euro a permis à la devise européenne d'afficher son meilleur niveau contre \$ depuis fin 2014.

**Sur le front obligataire, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) ont poursuivi leur recul au cours de l'été** puisque l'OAT 10 ans abandonne 14 pb pour afficher un taux de rendement de seulement 0.65%.

**Sur le compartiment action, 31% de l'actif, l'exposition moyenne mensuelle a été de 20%** et s'inscrit à ce niveau en fin de mois. La contribution de **notre couverture (+0,16%) a été légèrement positive**, grâce à une bonne gestion de notre exposition en intraday.

Du côté des satisfactions, on retrouve un habitué des podiums avec Wirecard dans le secteur des paiements, Derichebourg qui profite de la remontée du prix des matières premières mais aussi Amoeba alors que nous attendons en septembre les conclusions des experts européens sur l'innocuité de l'amibe destinée aux traitements des eaux en remplacement du chlore.

Du côté des déceptions, on retiendra le secteur de la distribution qui a subi une véritable déconvenue avec la décision d'Amazon de baisser les prix chez le distributeur Whole Foods que la société venait de racheter. Casino mais surtout Carrefour ont été lourdement impactés, ce dernier faisant état d'une dégradation de ses marges en raison d'une forte activité promotionnelle. Nous conservons notre position dans l'attente de la présentation du plan stratégique par Monsieur Bompard son nouveau dirigeant débauché à la Fnac.

**Nos investissements** ont concerné Air liquide revenu à proximité des 100 euros qui bénéficie de solides fondamentaux après l'acquisition de son concurrent américain Airgas en 2016. Nous avons également renforcé notre position sur Technicolor alors que la société a déçu sur ses activités "brevets" et "maison connectée". En effet la sanction sur le titre nous a semblée disproportionnée au regard de l'amélioration marquée des activités opérationnelles constatée sur la fin de semestre. Compte tenu de la confirmation de la guidance du groupe concernant son Ebitda 2017 dans la fourchette de 420 à 480 millions d'euros, la valorisation du groupe ressort à des niveaux attractifs.

**Nos allègements** ont concerné notre minière Newmont Mining alors que cette dernière a particulièrement bien profité de redressement du cours de l'or.

**La partie obligataire, 58% de l'actif total**, a profité pour le second mois consécutif du rebond de notre convertible CGG (+17% en valeur et + 0.40% en contribution) alors que des rumeurs de rachat de la société ont agité le marché faisant doubler le cours de l'action. Notre seul investissement du mois concerne l'obligation Vallourec 2019 qui affiche un rendement de 3%. Cette souche nous paraît particulièrement attractive et peu risquée compte tenu de la bonne position de liquidité du groupe à cette échéance.

## Septembre 2017

Après une courte consolidation estivale les marchés d'actions ont repris vigoureusement le chemin de la hausse en septembre, notamment en Europe où le CAC 40 et l'Eurostoxx 50 s'adjugent environ 5%.

La dynamique de la croissance mondiale reste soutenue que ce soit dans les pays développés ou dans les émergents et les investisseurs ne se montrent guère impressionnés par les tensions géopolitiques (Corée du Nord, Catalogne, Iran-USA)

**En Europe**, en dépit d'une actualité politique instable (réélection de Merkel en Allemagne mais avec un score décevant, tensions autour du référendum d'autodétermination en Catalogne, mécontentement des syndicats en France, manque d'avancée dans les négociations autour du brexit), les indices ont profité de la consolidation de l'eurodollar vers 1,18 revenir à proximité de leur sommet annuel.

**Aux USA**, la croissance reste ferme en dépit des perturbations liées aux ouragans, et la FED semble dorénavant bien décidée à entamer la phase de réduction de son bilan bien que la remontée de l'inflation ne soit pas encore matérialisée.

**Sur le front obligataire, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) ont repris le chemin de la hausse.** En France, l'OAT 10 ans affiche un taux de rendement de 0.74% (+9bp) tandis que la sanction est plus sévère aux USA (+21bp à 2,34%) ou en Grande Bretagne (+32bp à 1,36%) en raison d'un discours plus ferme des banques centrales (US et GB).

**Sur le compartiment action, 33% de l'actif, l'exposition moyenne mensuelle a été de 17%** et s'inscrit même à 11% en fin de mois suite à la hausse sensible des indices. La contribution de **notre couverture (-0,35%) est logiquement négative** mais moins sévère qu'anticipée.

Du côté des satisfactions, on citera Balyo (+22%) le fabricant de chariots de manutention robotisé qui accélère ses recrutements en vue de son déploiement géographique, Solocal (+14%) qui retrouve des couleurs après un été difficile, le secteur automobile (Daimler et Peugeot), Air Liquide, et bien entendu Alstom, après l'annonce de son rapprochement avec Siemens.

Les déceptions n'ont pas épargné le secteur des biotechnologiques avec Innate Pharma, Nanobiotix) mais plus spécifiquement Onxeo dont le candidat médicament phare dans le traitement du cancer du foie n'améliore pas la survie par rapport aux meilleurs traitements actuels. Le groupe SFPI (-8%) pâtit de résultats trimestriels qui tardent à manifester l'amélioration conjoncturelle du secteur du bâtiment dans lequel la société est très présente mais surtout en fin de cycle. Nous restons confiant sur ce dossier en raison des récentes acquisitions (JFK) qui semblent pertinentes et du rebond attendu du pôle Mac et MMD.

**Nos investissements** ont concerné essentiellement 3 dossiers dans des secteurs très différents.

**Tarkett**, un des leaders mondiaux de l'équipement de sols dont le titre s'est déprécié de 20% en 3 mois suite à des inquiétudes sur la dérive des coûts matières et l'impact défavorable des devises. Nous pensons que le marché a suréagit au regard de l'excellence opérationnelle du groupe, le potentiel de croissance organique annuelle (3% à 4%) et d'amélioration des marges qui devrait offrir un levier opérationnel important d'autant que le groupe dispose d'une enveloppe de 500 millions pour activer le levier de la croissance externe.

Notre second choix s'est porté sur **Suez** (traitement des déchets et de l'eau) dont le cours a été impacté par la dégradation d'un broker et par la remontée des taux longs, défavorable aux sociétés ayant un rendement élevé. Nous pensons que l'inertie de la BCE ne favorisera pas une remontée rapide des emprunts d'état en France et d'autre part que l'éventualité d'une hausse de la taxe sur les mises en décharge en France est prématurée. Enfin, Suez bénéficiera de la bonne tenue de la macroéconomie en zone euro et de la future intégration de GE Water attendue pour le mois de novembre.

Enfin nous avons investi sur la foncière **Unibail** (-10% en 2017), alors que le secteur est délaissé par les investisseurs. Pourtant nous notons que Klépierre vient d'annoncer que les ventes de cet été ont été soutenues dans les centres commerciaux et que les magasins physiques ont aussi leur place au côté des ventes sur le net.

**Nos allègements** ont concerné Abeo le spécialiste de l'équipement sportif qui a doublé depuis son introduction, X Fab le fabricant de semi-conducteurs après une publication décevante et

Aurelius, la société allemande de private equity que nous avons achetée opportunément en mars lorsque qu'elle avait chuté suite à l'attaque du fonds activiste Gotham.

**La partie obligataire, 61% de l'actif total**, a peu évolué et profité de l'appréciation de la convertible Aurelius alors que la convertible CGG s'est un peu tassée. Notre seul investissement du mois concerne la perpétuelle Arystza suite au mouvement de panique consécutif au report du paiement des intérêts sur cette souche.

## Octobre 2017

Les marchés d'actions poursuivent leur progression en octobre et inscrivent désormais un zénith depuis janvier 2008. Avec (3,3% pour le CAC 40 et 2,3% pour l'Eurostoxx 50), ce sont bien les grosses capitalisations se distinguent alors que les valeurs moyennes (+0,6%) ou petites (+0,9%), marquent le pas. La dynamique de la croissance mondiale reste soutenue que ce soit dans les pays développés ou dans les émergents et les investisseurs ne prêtent plus guère attention aux tensions géopolitiques (Corée du Nord, Catalogne, Iran-USA).

**En Europe**, la croissance est solide (PIB à +0,6% au T3 et 2,4% en annualisé), harmonieuse (pays, secteurs, investissement, consommation) et entraîne mécaniquement une baisse du chômage alors que l'inflation reste étonnamment faible à 1,4%. Les remous politiques en Espagne autour du feuilleton catalan, n'auront sommes toutes, pas entamé l'optimisme général. Les indices ont profité de la poursuite de la consolidation de l'eurodollar vers 1,16 suite au discours accommodant de la BCE.

**Aux USA**, la croissance reste également bien orientée et les investisseurs parient dorénavant sur la prochaine mise en place prochaine de la réforme fiscale promise par Trump qui devrait déboucher sur des baisses d'impôts (non financées), tant pour les entreprises que les ménages. Alors que Janet Yellen sera probablement bientôt remplacée à la tête de la FED, l'institution semble toujours sur la voie d'une future réduction de la taille de son bilan et ce, bien que la remontée de l'inflation ne soit pas encore matérialisée.

**Sur le front obligataire, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) ont repris le chemin de la baisse en réaction avec le prolongement de 9 mois de la politique de rachat d'actifs de la BCE.** En France, l'OAT 10 ans affiche un taux de rendement de 0.78% (-5bp) tandis que l'outre atlantique, on observe une poursuite de la remontée des taux (+7bp à 2,41%) en raison d'un discours plus ferme de la FED.

**Sur le compartiment action, 37% de l'actif, l'exposition moyenne mensuelle n'a été de 11% et s'inscrit même à 6% en fin de mois suite à la hausse sensible des indices. La contribution de notre couverture (-0,50%) est logiquement négative.**

Du côté des satisfactions, on citera nos 2 positions sur le secteur des paiements, Worldline (+17%) dont le rythme de croissance s'accélère à +7% et Wirecard (+9%) qui inscrit un plus haut historique. Le secteur de la biotechnologie avance en ordre dispersé avec Pharnext (+12%)

et Integragen (+11%) à la hausse, à l'inverse d'Innate Pharma (-9%) ou de Nanobiotix (-9%) dont le cours a souffert d'une levée de fonds de 27 millions avec une décote importante. Le groupe SFPI (-5%) reste sous la pression de ces derniers résultats trimestriels qui tardent à manifester l'amélioration conjoncturelle du secteur du bâtiment dans lequel la société est très présente, mais surtout en fin de cycle. **Nos investissements** ont concerné essentiellement 3 dossiers dans des secteurs très différents.

**DBV**, la société biotechnologique ayant été très fortement affectée par le résultat en demi-teinte de son candidat médicament dans le traitement de l'allergie à l'arachide. Nous pensons que la baisse de 50% du titre est largement exagérée au regard du profil de sécurité de son patch et alors que les chances d'obtenir son agrément par la FDA reste conséquente au regard d'autres dossiers présentant des similitudes dans l'analyse des résultats (Stallergènes et Alk Abello). **Marie Brizard**, le groupe de spiritueux au plus bas depuis 2 ans 1/2 suite à la publication de résultats semestriels encore pollués par beaucoup d'éléments exceptionnels. Nous anticipons cependant une normalisation des résultats au S2 et une poursuite de l'accélération de la croissance organique et notons que l'actionnaire majoritaire détient maintenant près de 30% du capital ce qui pourrait relancer un intérêt spéculatif. Enfin, nous avons acheté **Orange** alors que le groupe de télécommunication renoue avec la croissance organique (dynamisme de ses activités africaine) et s'adjuge plus de 50% des appels d'offres lancés pour le déploiement de la fibre.

**Nos cessions** ont concerné Havas que nous avons apporté à l'offre de rachat initié par Vivendi, Onxeo suit à l'échec de la phase 3 de leur candidat médicament, et Au Plata le producteur d'or en raison de sa politique de financement dilutive. Nous avons également profité de l'engouement pour le secteur des matières premières pour alléger notre position en Derichebourg après son parcours exceptionnel.

**La partie obligataire, 60% de l'actif total**, a peu évolué et profité à la marge de l'appréciation de la convertible CGG s'est un peu tassée. Notre seul investissement du mois concerne la convertible Figeac Aero alors que le groupe spécialisé dans la fourniture de composants aéronautique a engagé un virage stratégique destiné à privilégier la génération de "free cash flow".

## Novembre 2017

Avec des replis compris entre 2.4% pour le CAC et 2.8% pour l'Eurostoxx 50, les marchés d'actions européens ont entamé une petite consolidation qui n'efface pas pour autant les gains accumulés en octobre. De l'autre côté de l'atlantique, rien ne semble pouvoir stopper la frénésie acheteuse puisque les indices US marquent de nouveaux records en anticipant la même thématique depuis des mois, c'est-à-dire l'adoption de la réforme fiscale qui doit abaisser le taux d'imposition des sociétés de 35% à 20%. Rappelons sur ce point que compte tenu de l'optimisation fiscale pratiquée par les grands groupes leur taux effectif est environ de 23%, le gain ne serait donc pas si important.

**En Europe**, la croissance reste solide, harmonieuse (pays, secteurs, investissement, consommation) mais l'inflation reste étonnamment faible à 1,4% ce qui entraîne une décreue des rendements obligataires. L'incapacité d'Angela Merkel à aboutir dans ses négociations



autour de la formation d'un nouveau gouvernement ne perturbe pas outre mesure les investisseurs. La remontée de l'eurodollar de 1.165 au-delà des 1.19 a certainement contribué à peser sur les indices actions européens.

**Aux USA**, la probable adoption de la réforme fiscale promise par Trump enthousiasme les marchés qui ne se soucient guère qu'elle ne soit pas financée. La nomination à la tête de la FED de Jérôme Powell en remplacement de Janet Yellen ne semble pas devoir modifier la politique monétaire de l'institution, mais il pourrait être plus ouvert à un assouplissement de la régulation bancaire,

**Sur le front obligataire, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) ont repris le chemin de la baisse en réaction avec une petite remontée de l'aversion au risque.** En France, l'OAT 10 ans affiche un taux de rendement de 0.68% (-10bp) tandis qu'aux USA, on observe une quasi stabilité (-1 bp à 2,40%) dans l'attente de la prochaine hausse de la FED.

**Sur le compartiment action, 33% de l'actif, l'exposition moyenne mensuelle a été de 22%. La contribution de notre couverture (+0,66%) a été significative** car nous avons débuté le mois avec une sous exposition à 6% qui nous a permis de matérialiser des gains dans la baisse des marchés. Nous avons par la suite remonté notre exposition globale jusqu'à 32% avant de revenir à une position médiane (17%) en fin de mois.

Du côté des satisfactions, on appréciera le rebond de 27% du titre **Touax** depuis notre achat opportuniste alors que le spécialiste de la vente et de la location de matériel de transport avait vu son cours s'effondrer suite à la remise en cause par TDR capital de son engagement de rachat pour 165 millions d'euros de l'activité « construction modulaire » du groupe. In fine, le revirement de l'acheteur aboutissant à finaliser cette cession aura fait rebondir le titre. On citera également **Balyo** (+8%) et toujours **Wirecard** (+6%) qui inscrit un nouveau plus haut historique. Nous avons été lourdement impactés (-0.38% sur le fonds) par le repli du cours **d'Innate Pharma** suite à l'échec de son programme clinique dans le cancer de la tête et du cou en association avec le laboratoire BMS. Nous sommes déçus dans la mesure où les précédentes études dans cette indication étaient bonnes mais surtout nous ne comprenons pas pourquoi le titre abandonne 47% alors que ce programme ne représente pas plus de 25% de la valorisation d'Innate.

Les autres déconvenues sont concentrées sur Peugeot, dont le plan de redressement d'Opel est jugé trop timide et sur Société Générale qui n'a pas su convaincre sur les réductions de coûts lors de la présentation de son plan stratégique.

**Nos investissements** ont concerné 2 nouveaux dossiers. **Touax**, parce qu'après avoir pris contact avec la société suite à la remise en cause de la vente de sa filiale, nous avons acquis la certitude que le fonds TDR Capital serait contraint de se conformer à ses engagements. En effet, les seules clauses résolutoires de cette cession concernaient les avis des autorités de la concurrence en Allemagne et en Pologne et la société avait obtenu ces avais. Nous avons investi dans **Leonardo** (hélicoptères, systèmes de défense) suite au reflux d'1/3 de son cours de bourse après la révision en baisse de 15% de sa guidance d'Ebitda 2017. Le groupe a déjà engagé des actions correctrices sur sa division hélicoptères et dispose d'opportunités importantes sur des contrats à l'exportation. Compte tenu de multiple de valorisation redevenu attractif (VE/EBIT

2018 de 9,2 contre 13 sur les 10 dernières années) le risk reward apparaît intéressant sous les 10 euros. Enfin, on citera les renforcements de nos positions dans **Peugeot** et dans **Iliad**.

**Nos cessions** ont concerné nos mines d'or (Anglogold et Newmont Mining), Eurotunnel alors que le groupe pourrait pâtir de la faiblesse de la £ et Solocal dont la dernière publication n'a pas été convaincante.

**La partie obligataire, 17% de l'actif total**, a légèrement baissé (-0.10%) en raison de la légère dépréciation de la perpétuelle Bourbon et de la perpétuelle Touax qui en dépit de la finalisation effective de sa division construction modulaire à WH Bidco, n'a pas encore retrouvé son niveau de valorisation précédent.

## Décembre 2017

En décembre, les marchés actions européens se sont repliés d'environ 1,5% en réaction à l'appréciation de l'euro et ont, tout comme le mois précédent, largement sous performé leurs homologues US qui inscrivent de nouveaux records, galvanisés depuis des mois par la thématique de la réforme fiscale mais aussi par la faiblesse du dollar.

**En Europe**, sur le front économique la croissance s'inscrit dans la bonne dynamique des mois précédents avec une mention spéciale pour la France qui continue de surprendre favorablement. En effet, avec un acquis de croissance de 1,8% sur 2017 avant même la publication du 4eme trimestre, l'Insee anticipe désormais pour 2017, un point haut depuis plus de 6 ans. A contrario, sur le front politique, les incertitudes subsistent avec, la victoire des indépendantistes en Catalogne, l'absence de formation d'un gouvernement en Allemagne, et la convocation d'élections législatives anticipées pour début mars en Italie.

**Aux USA**, la réforme fiscale a enfin été adoptée avec la baisse du taux IS à 21%, tandis que la FED a, comme attendu, relevé de 0,25% son taux de base pour le porter à 1,5%.

**Pour autant sur le front des devises**, le dollar affiche des signes de faiblesse au-dessus des 1,20 contre euro, les investisseurs anticipant une normalisation des politiques monétaires des autres banques centrales (BCE, BOJ).

**Sur le front obligataire**, les rendements des obligations gouvernementales (10 ans) restent bas, même s'ils ont un peu remonté depuis les creux atteints dans la première quinzaine de décembre. En France, l'OAT 10 ans affiche un taux de rendement de 0.77% (+9 bp) tandis qu'aux USA, les niveaux des taux longs sont stables en dépit de la hausse des Fed's Funds décidée par la FED.

**Sur le compartiment action, 33% de l'actif**, l'exposition moyenne mensuelle a été de 16%. La contribution de notre gestion de l'exposition (+0,39%) a été significative en raison d'un bon timing de marché. Nous clôturons cet exercice avec une exposition juste sous les 20%.

Du côté des satisfactions, on appréciera le rebond du secteur des sociétés biotechnologiques qui avait fait l'objet d'un sell off après les déconvenues récentes d'Innate et de DBV. Cette dernière a d'ailleurs largement progressé (+12%) depuis notre achat de novembre, tout comme Gensight (+21%), Collectis (+17%) et Nanobiotix (+6%). On citera également la forte progression du Groupe Lacroix (+15%) et de l'inévitable Wirecard (+10%) dans le secteur des paiements.

Les déconvenues ont concerné Balyo après sa forte progression, Pharnext et Valbiotis sans nouvelle particulière, et La Française de l'Énergie en dépit de résultats très satisfaisants concernant les tests de production sur le site de La Chambre.

**Nos investissements** ont concerné, la société d'ingénierie **Akka Technologies** suite au repli de son cours de 15% sur ses tops de l'été présente un PER 2018 de 15 fois, le **Groupe LDLC**, spécialiste de la distribution en ligne de matériel informatique et multimédia, qui sous les 20 euros, affiche un recul de 45% de sa valorisation en 2017. En effet, le groupe qui a racheté matériel.net en 2016 a souffert de la hausse des prix des mémoires depuis cette date et de coûts de structuration qui pèsent sur ses marges, mais nous pensons que le point bas en terme de rentabilité est désormais atteint pour cette société toujours profitable et à l'endettement mesuré (gearing à 76%). Enfin nous avons acheté **Sanofi** après son parcours décevant en 2017 en raison de son profil de croissance inférieur à celui des autres big pharmas européennes, mais pour autant avec un PER 2018 de 13 et un solide rendement de plus de 4%, il nous semble opportun de commencer à se réintéresser à ce dossier défensif.

**Nos cessions** ont concerné Klepierre, Tarkett dont les marges sont sous pression (devises, matières premières) et enfin Derichebourg suite à son exceptionnel parcours en 2017 (X2).

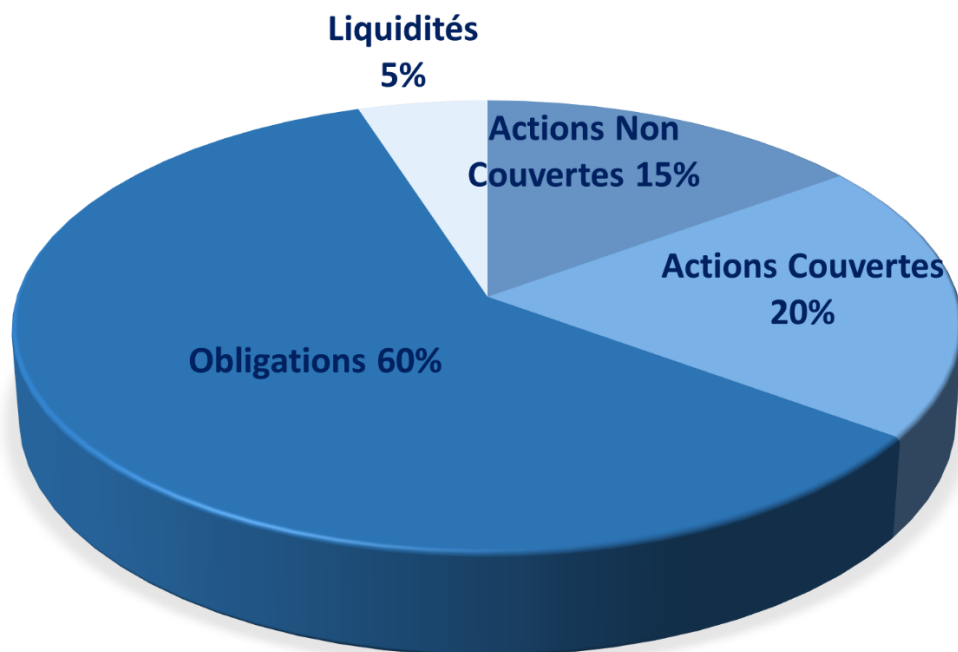
**La partie obligataire, 62% de l'actif total**, a été légèrement impacté (-0,12%) par les replis de la perpétuelle Bourbon et de la convertible CGG pour laquelle le tribunal de commerce a déclaré notre recours irrecevable (nous contestons la différence de traitement non justifiée entre les porteurs d'océanes et les porteurs d'obligations HY). Cette décision nous semble contraire au droit et c'est la raison pour laquelle nous avons interjeté appel. Notre unique investissement du mois s'est porté sur la souche Groupama 2027 sur la base d'un rendement de 2,7%.

#### 4/ CONCLUSION-RESUME

FDE Patrimoine clôture cette année en 2017 avec un gain de 6,13% pour la part AC et 6.88% pour la part AI, sensiblement au-dessus de son objectif annuel de 4% qui sera abandonné à partir de 2018 pour un benchmark plus en phase avec sa stratégie d'investissement (20% EUROSTOXX 50 Net Return + 80% FTSE MTS EUROZONE GOVT BOND 3-5Y)

STATISTIQUES	
Encours en millions d'euros	31,2
Volatilité Hebdomadaire 1 an	2,2%
Volatilité Hebdomadaire 5 ans	6,2%
Ratio de Sharpe 5 ans	0,80

#### COMPOSITION MOYENNE DE L'ACTIF EN 2017

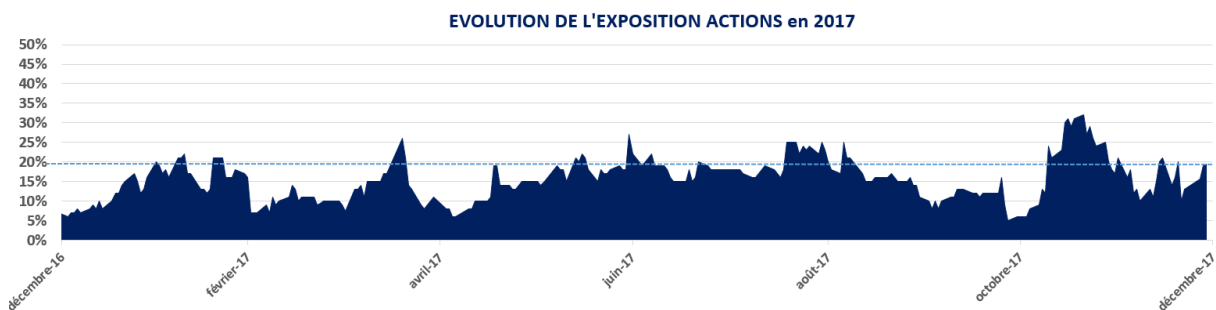


## A/ DERIVES : Impact de -2.54% au titre de la couverture de la poche actions

L'utilisation des dérivés est essentiellement faite à l'intention de couverture de la poche action via principalement la vente de Futures CAC et Eurostoxx 50.

**En 2017, son taux moyen d'exposition est ressorti à 15% ce qui implique que la couverture est ressorti en moyenne entre 15% et 20% au regard d'un taux d'investissement compris entre 30% et 35%.**

Au regard de la progression de l'indice Eurostoxx 50 NR en 2017 (+9.15%) et de celle du CAC NR (+12,72%) le coût mécanique de la couverture aurait donc dû osciller entre 1.6% et 2.2%. Compte tenu de la gestion active de la couverture, ce coût a été minoré pour s'inscrire à 0.57% (brut, hors frais de transactions)



## B/ COMPARTIMENT ACTIONS : Entre 30% et 35% de l'encours mais une exposition réelle moyenne à 15%

Au regard de l'évolution positive des indices, il est indiscutable que notre prudence qui s'est matérialisée par une exposition moyenne de 15% s'est révélée préjudiciable. Cependant, nous pensons que les marchés ont très largement intégré les bonnes nouvelles concernant l'orientation de l'économie mondiale et continuent de sous-estimer certains risques (normalisation des politiques monétaires des banques centrales en liaison avec la remontée de l'inflation par les salaires et les matières premières, évolution des devises, politiques ou géopolitiques).

**Sur le compartiment actions, les résultats n'ont pas été uniformes.**

Nous avons eu de très belles satisfactions avec notamment **La Française de l'Energie (+57% soit 0.5% de contribution)**, le leader des producteurs de gaz de houille en France fort de ses permis sur ses 2 bassins du nord et de la lorraine (concessions jusqu'en 2042) qui a confirmé ses objectifs 2020 tant sur GAZONOR : 15 m de CA 50% d'Ebitda pour 21 m d'investissements que sur la Lorraine : 20 millions de CA et 45% de marge d'Ebitda pour 40 millions d'investissements. L'équilibre opérationnel est prévu début 2018 mais nous pensons que ces objectifs seront largement dépassés car la montée en puissance de la production était limitée par l'accès aux financements et il devrait sensiblement s'améliorer avec la signature de nouveaux

financements bancaires bon marché (attendu cet été) suite aux tests de certifications des réserves en cours.

Dans le secteur des paiements, on notera la très belle progression de **Wirecard (+128%)** qui affiche une croissance toujours très dynamique (plus de 20%) de son activité alors que son niveau de marge se maintient largement au-dessus des 30%. Wirecard s'est largement développé au travers des dernières années et incarne une merveilleuse histoire de croissance. Suite à l'acquisition de la banque XCOM et ses licences bancaires en Allemagne en 2005, le groupe a enregistré une croissance démentielle (le chiffre d'affaires passant de 7M EUR en 2004 à 1Md l'an passé, soit +52% de CAGR) grâce à une solide tendance organique couplée à des acquisitions stratégiques.

Wirecard demeure le leader indiscutable du marché du paiement en ligne en Europe (20% de parts de marché) et s'est fortement développé en Europe à travers le M&A. Il s'est également forgé une empreinte internationale (Europe, Asie du Sud, Inde, Afrique, Amérique Latine et Amérique du Nord) et risque de se concentrer sur l'organique à présent. Les accusations de blanchiment véhiculé par certains intervenants (Zattara) se sont une nouvelle fois révélées sans fondement.

Son homologue française **Worldline (+52%)** reste également une valeur sûre : détenue à 70% par Atos, Worldline opère sur le marché dynamique des transactions électroniques qui adresse le paiement pour >75% de son CA. L'utilisation de plus en plus répandue de la carte bancaire et le développement du commerce en ligne assurent une solide croissance des volumes qui tend à s'accélérer en contrepartie de baisses des prix. Le groupe réalise également <25% de son CA sur des solutions de traitement de transactions. Les niches concernent notamment les objets connectés, la billettique et le recouvrement des impôts. L'essentiel de l'activité est réalisée en Europe (aucune présence aux US).

Les dernières publications ont mis en avant de solides performances des Services Financiers dont le rythme de croissance organique (+7% notamment au T3) est tiré par de nombreux projets liés à la réglementation et à l'innovation en Europe et dont les marges (+580pb pour l'Ebitda au S1) témoignent d'une parfaite intégration d'Equens (synergies relevées à 45 M€ en 2018 dont 25 M€ en 2017). Dans les Services Commerçants, l'Inde constitue un important moteur de croissance (~25 M€ de CA 16- objectif = ~100 M€ en 2020) tandis qu'en Europe, la dynamique reste satisfaisante (y compris en Belgique malgré l'ouverture à la concurrence ces dernières années). Quant aux activités Mobilité & Services Web Transactionnels, elles ont cessé pendant l'été d'être impactées par la perte du contrat Radar en France (base de comparaison redevenue saine). Fin octobre, les objectifs 2017 ont été réitérés par les dirigeants, à savoir une croissance organique du CA de +3.5/4%, une marge Ebitda >20.5% et un FCF >170 M€.

Dans le secteur du bâtiment nous avons participé à bon prix (+23%) à l'élargissement du flottant du **Groupe SFPI** qui a annoncé en fin de semestre son entrée en négociation exclusive avec Sogetrel en vue de la cession d'ERYMA (l'activité de télésurveillance du groupe).

Même si on n'a pas encore de détails précis sur l'opération, il s'agit d'une bonne nouvelle dans la mesure où cela devrait permettre de rationaliser un peu le portefeuille du groupe avec une activité qui avait au final peu de synergie avec le reste du pôle bâtiment. De plus, cette première cession est peut être un signe positif vers une gestion un peu plus active du portefeuille de société du groupe, ce qui redorerait un peu l'équity story.

**Notons que LVMH**, une de nos principales positions qui s'est appréciée de plus de 30% et que nous avons cédée en raison d'une valorisation (PER 2017=23) devenu exigeante tandis que La

croix industries a vu son redressement salué par le marché puisque le cours s'est apprécié de 45% en 2017. Enfin citons **Abeo**, le spécialiste de la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de sport et de loisirs que nous avons accompagné depuis son introduction en 2016 et que nous avons quitté après un doublement de son cours depuis sa mise sur le marché.

**Au chapitre des déceptions, le secteur des sociétés biotechnologiques** s'est particulièrement mal distingué et a largement pesé sur notre performance annuelle (environ -2%). Nous sommes investis sur ce secteur à hauteur de 5% à 7%, se caractérise avec une forte dispersion des performances au gré des publications concernant les candidats médicaments développés en interne. La principale déception concerne **Innate Pharma** (-66%) suite à des résultats décevants du lirilumab dans le cancer de la tête et du cou, alors que le cours des autres positions (**Pharnext**, **Nanobiotix**, **Gensight**) ont reflué sans pour autant que des nouvelles négatives aient été publiées.

Les autres déceptions concernent **Technicolor** (-43%) également pénalisé par l'envolée du prix des mémoires dans la division Maison connectée, les effets devises, la volatilité de son pôle brevets qui pourrait être cédé. Enfin, après un parcours remarquable depuis son introduction en 2015, **Amoeba** (-43%) a été victime de la décision de l'Anses, l'organisme de certification de son biocide révolutionnaire dans le traitement des légionnelles et des amibes dans les eaux, qui a décidé de confier le dossier règlementaire au niveau européen et donc de repousser de facto sa potentielle mise sur le marché. Enfin, **Au Plata**, notre mine d'or a été victime du lancement d'OCABSA pour financer ses investissements et nous avons préféré couper cette ligne face à l'afflux de nouveaux titres qui pesaient sur le cours.

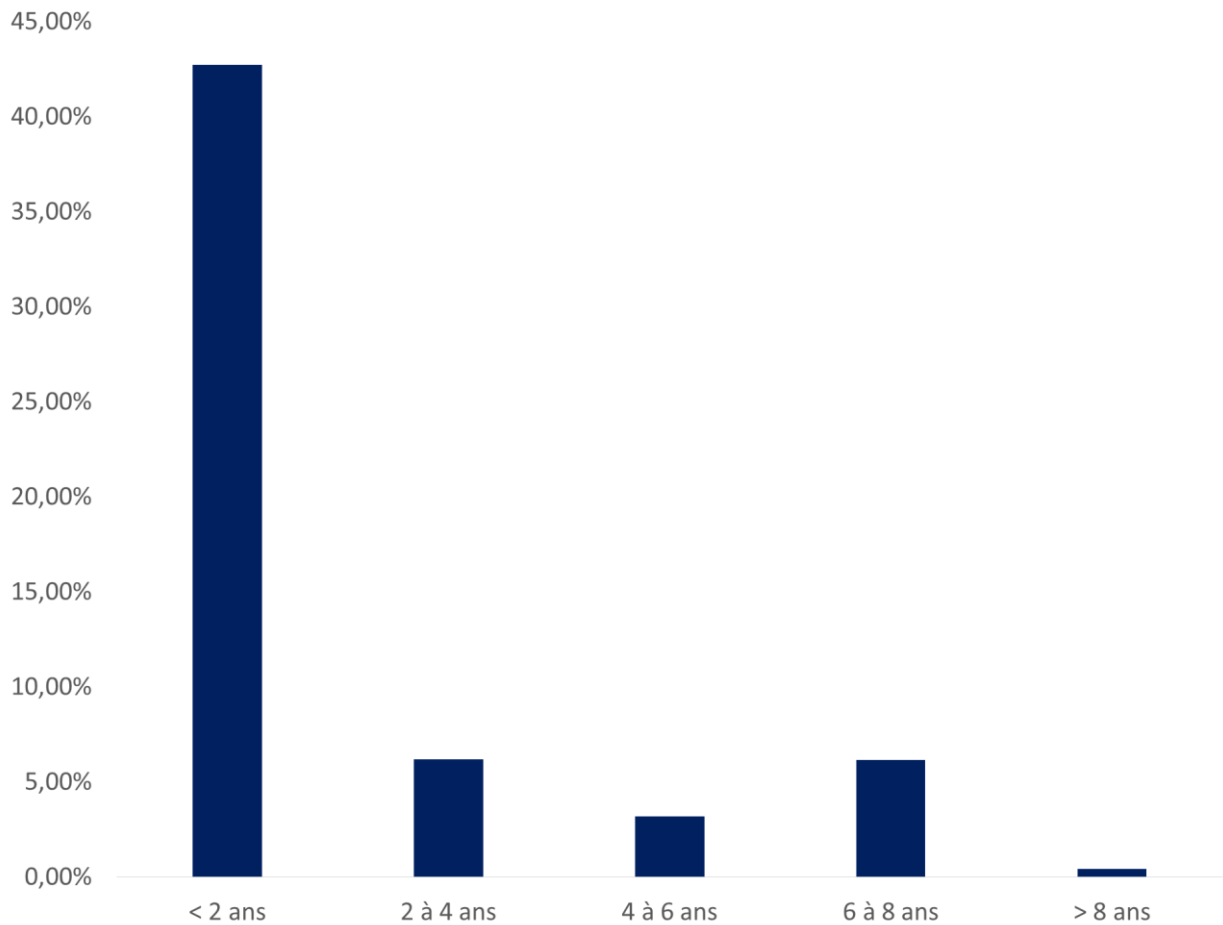
#### **C/ OBLIGATIONS : Ce compartiment a oscillé entre 55% et 65% de l'encours.**

Les performances ont été globalement très solides, soutenu par l'appétit des investisseurs pour le risque dans un environnement de taux largement dicté par les politiques extrêmement accommodantes des Banques Centrales. Nous considérons que les titres bénéficiant des meilleures notations ont des taux de rémunérations biaisés et souvent négatifs, de sorte qu'ils seront les premiers impactés par une normalisation de la politique monétaire des Banques Centrales.

Le bon déroulement de la restructuration du **Groupe Pages Jaunes** nous a permis d'encaisser une solide plus-value alors que nos obligations avaient été partiellement converties en actions dont le cours s'est notablement redressé.

Notons que le marché obligataire a été très favorable en 2017 notamment en ce qui concerne les CMS émises par les assureurs ou des établissements de crédit, qui se sont revalorisées dans des proportions spectaculaires (entre 20% et 50%) à l'image de **CNP assurances**, **Groupama**, **La Mondiale**, **Natixis Assurances Ethias**, **Cofinoga**. Dans le secteur de la distribution on notera également la très bonne orientation des souches Rallye ou Casino et dans les convertibles l'excellent parcours (+30%) de notre papier **Aurelius 2020** acheté opportunément alors que le titre était attaqué sans fondement par le fonds activiste Gotham. A l'inverse, notre seule déception concerne **l'océane CGG** qui a été victime de la proposition de restructuration de la société (et des autres porteurs obligataires dont les garanties sont pourtant largement surévaluées) qui maltraite, les porteurs d'océanes. En effet sur cette seule position nous avons dû faire faire à une contribution négative de 0.4% en raison de la chute du cours de cette convertible. Nous poursuivons notre combat avec le représentant de la masse et les autres minoritaires pour faire entendre notre voix dans ce dossier.

## DURATION MOYENNE DES OBLIGATIONS



Au final, si notre faible exposition aux actions a minoré notre performance globale au cours de ce semestre, elle a aussi permis au fonds d'afficher une volatilité particulièrement basse (2.2% sur 1 an en données hebdomadaire) et d'être moins exposé à un éventuel retournement des marchés européens qui pourraient prendre ombrage de la récente appréciation de l'euro.

### 6/CRITERES ESG

La gestion du fonds FDE Patrimoine ne prend pas en compte l'appréciation des critères ESG.