

*La Financière De l'Europe*

# **FDE MULTICAPS EUROPE AI**

RAPPORT DE GESTION

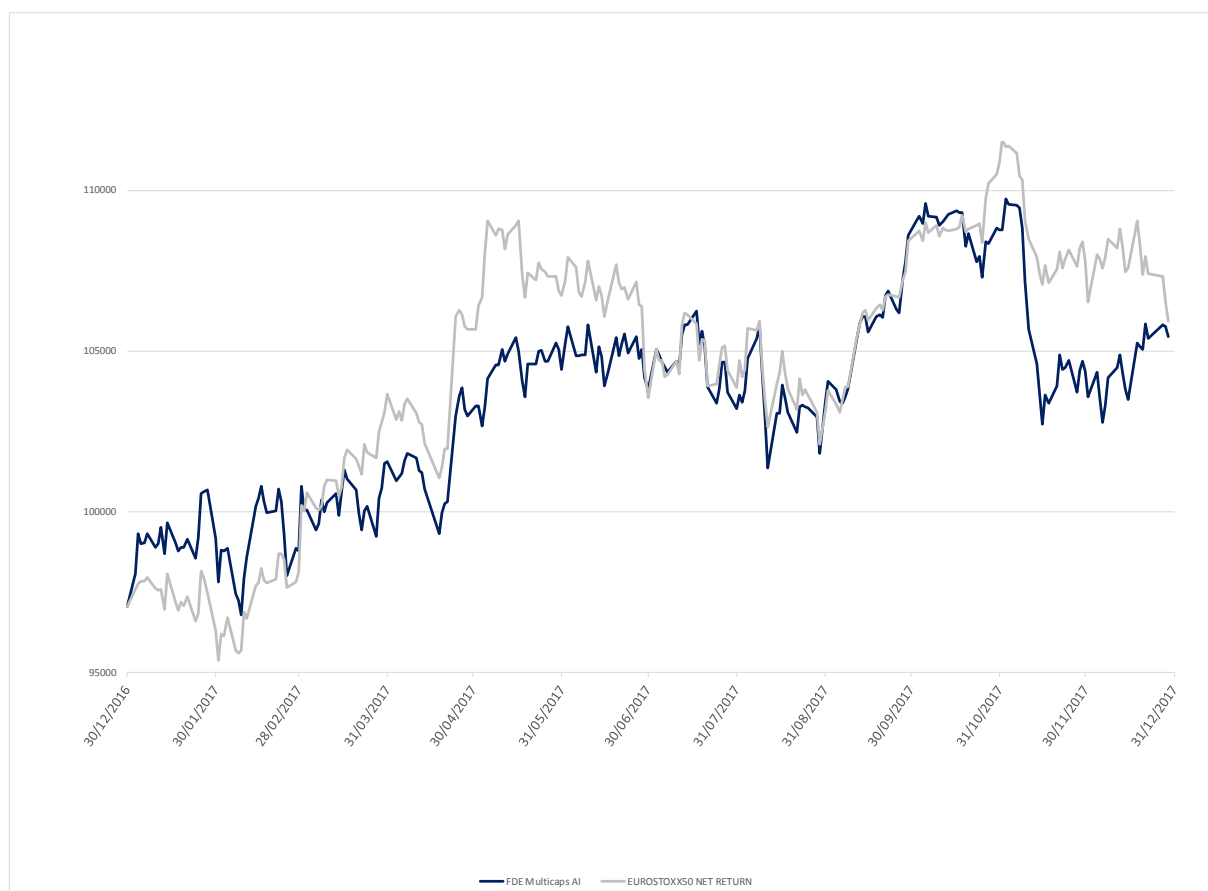
Année 2017

FR0012716777

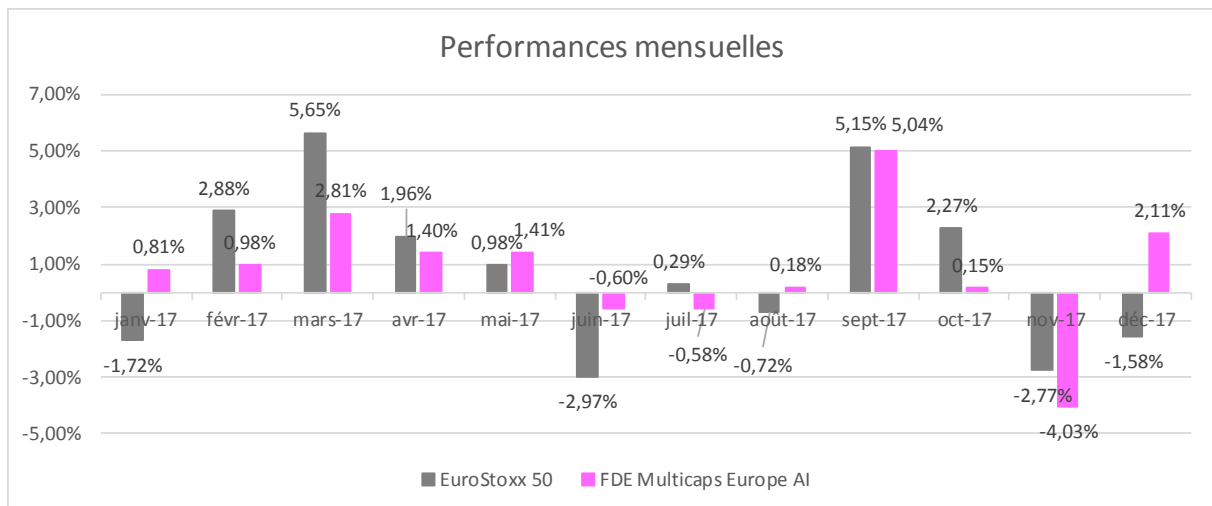
# 1. RAPPORT DE GESTION

## FAITS MARQUANTS

### PERFORMANCES 2017



Sur l'ensemble de l'année 2017, FDE Multicaps Europe AI réalise une performance de +8.67%. Son indice de référence, l'EuroStoxx 50 dividendes réinvestis progresse de 9.15%. L'évolution a été fortement contrastée comme l'illustre le graphique des performances mensuelles ci-dessous.



La sous performance est plus qu'intégralement attribuable au secteur des biotechnologies qui a connu une année 2017 noire. Cette erreur a coûté plus de 300 pdb de performance au fonds, toutes les valeurs détenues dans ce secteur ayant perdu entre 20 et 75% cette année (Onxeo, Cerenis, Gensight, Innate, DBV Technologies) à l'exception de Nanobiotix (-4%), Zealand Pharma (-5%), et Cellectis (+47%). Onxeo et Cerenis ont été vendues, leur pipeline étant devenu trop faible, donc encore plus risqué. En revanche les autres conservent notre confiance, malgré leurs déboires boursiers, nous estimons qu'elles ont été victimes de la spirale baissière entraînant le secteur plus que de leurs résultats, qui même s'ils tardent parfois à se concrétiser, restent prometteurs.

Détaillons mois par mois les évènements du semestre :

**Janvier** aura été positif FDE Multicaps Europe AI, avec une progression de +0.81% contre un recul de 1.72% pour l'Eurostoxx 50 NR. Les marchés action ont marqué le pas depuis l'entrée en fonction le 20 janvier de Donald Trump, qui n'a eu de cesse depuis de prendre décrets sur décrets afin de marquer d'une empreinte forte le début de son règne.

Parmi nos paris sectoriels, aucun n'aura été réellement significatif ce mois-ci, les écarts extrêmes se compensant. Notre surpondération au secteur pétrolier nous coûte 25 pdb, mais notre absence totale des services aux collectivités nous rapporte 23 pdb en relatif.

Notre pondération en small et midcaps aura été payante puisqu'elles sont stables là où les grosses valeurs reculent de 1.7%.

Un choix marquant du fonds a été de volontairement sous pondérer la France. L'exposition à ce pays représente 24% du fonds, contre 36% dans l'Eurostoxx 50. Nous pensons depuis quelques temps que le risque que Marine le Pen soit élue présidente fera peser sur les valeurs françaises une décote jusqu'au verdict des urnes. Le « PenélopeFillonGate » est venu récemment appuyer cette crainte.

Néanmoins l'écart le plus spectaculaire vient d'une valeur française. Cocorico ! Claranova (anciennement Avanquest) progresse de 108% et rapporte 154 pdb au fond. Nous sommes actionnaires depuis juin 2015, et la patience aura fini par payer. La valorisation était très faible à l'époque, et elle l'est encore maintenant que la rentabilité revient grâce à la progression de l'activité FreePrint de la division PlanetArt. Par ailleurs, l'activité mydevice, plus difficile à appréhender, a désormais une valeur de 30 MEur depuis qu'un industriel américain, Semtech, a pris une participation dedans. Nous avons allégé une petite partie de notre position par discipline de gestion, mais anticipons de nouveaux plus hauts.

Du côté des mouvements, peu de choses ce mois-ci. Signalons une prise de profit à 24.11 Eur sur la moitié de notre ligne d'Axa qui stagnait à proximité d'une résistance importante, l'achat de Philips sur repli à 26.75 lors de la publication mal interprétée par le marché, et l'achat de Hella, petit équipement auto allemand présent sur la niche de marché des phares led.

« L'effet Trump » s'est poursuivi au mois de **février**, propulsant les indices américains sur leurs sommets historiques. L'optimisme s'est partiellement transmis en Europe, ou tous les marchés ont progressé. Ainsi en février l'EuroStoxx50 NR a affiché une hausse de 2.88%. FDE Multicaps Europe AI n'en a hélas guère profité avec une progression de seulement 0.98%.

L'explication de cette sous performance tient en partie à notre surpondération sur le secteur bancaire, en recul de 3.4% alors que le marché monte de presque autant, et pour le reste principalement au parcours décevant de deux sociétés dont nous sommes actionnaires.

Vallourec a publié des résultats légèrement meilleurs qu'attendus, démontrant le bien-fondé de sa stratégie avec un endettement désormais maîtrisé. Le risque d'une nouvelle augmentation de capital semble désormais très faible. Toutefois, le groupe a donné une guidance de résultat 2017 extrêmement basse, arguant d'une reprise plus lente qu'espéré par le marché en raison du délai de la répercussion de la hausse des prix spot aux contrats signés à moyen et long terme. Cet argument est bon, mais nous pensons que le groupe prend de trop grandes précautions dans sa communication financière, traumatisé par les dernières années. Après un parcours haussier impressionnant ces derniers mois, il n'en fallait pas plus pour déclencher d'importantes prises de bénéfices. Sur le mois Vallourec recule de 21%, ce qui coûte 84 pdb au fonds.

Parmi les autres déceptions, Innate Pharma a été lourdement sanctionnée (-22%) suite à l'échec de l'un de ses médicaments. Nous pensons néanmoins que cela ne remet pas en cause le potentiel des autres molécules du groupe qui possèdent des mécanismes d'action différents. Par ailleurs l'arrivée il y a deux mois d'un nouveau CEO issu d'Astrazeneca nous conforte dans notre opinion. Ce revers coûte néanmoins 29 pdb sur le mois.

Notre forte pondération en valeurs allemandes vs. valeurs françaises (43% et 10% du fonds contre 34% et 36% dans l'Eurostoxx50) n'a pas eu d'impact sur la performance ce mois-ci. Nous conservons ce biais afin d'éviter d'être victime d'une chute des actions françaises si le risque de l'accession au pouvoir de l'un des deux partis anti-européens se précisait.

Parmi les mouvements du mois, signalons la cession de notre ligne de Danone suite au rebond récent. La valorisation élevée et le risque d'intégration de Whitewave qui semble être une mariée moins belle que prévu ont altéré notre confiance dans cet investissement.

Enfin, nous avons renforcé le secteur télécom dont nous étions absents via Deutsche Telekom et Telefonica afin de repondérer le côté défensif de la sélection de valeurs.

**Mars** a été propice aux actions avec une hausse de 5.65% de l'Eurostoxx 50 NR. FDE Multicaps Europe AI n'a pas suivi ce rythme, et ne progresse que de 2.81%. Plusieurs raisons expliquent le retard pris :

Les paris sectoriels que nous tenons depuis plusieurs trimestres nous ont pénalisés, tout comme au mois de février. Deux exemples illustrent bien ce phénomène. Le secteur des matières premières est le seul à reculer sur le mois (-1%). Il n'est pas représenté dans l'indice Eurostoxx 50, alors que 7.5% du fonds est investi dans des valeurs lui appartenant. Autre cas de figure, le secteur des utilities dont nous sommes totalement absents, représente 4.7% de l'indice, et monte de 8.1%. Au total, si l'on fait l'exercice secteur par secteur, la somme de nos choix a une contribution négative de 78 pdb en relatif à l'indice en mars.

Nos choix de capitalisation ont également eu un impact défavorable. On note que les petites valeurs ont sous performé ce mois-ci, ne progressant que de 3.6%. Cette classe de capitalisation ne se retrouve pas dans l'Eurostoxx 50. Nous en avons actuellement 13%, ce qui nous a pénalisé d'environ 25 pdb.

Par ailleurs nous avons prudemment fait 9% de liquidités à l'approche de la résistance des 3400 points sur l'Eurostoxx 50, tablant sur un retour technique du marché. Celui-ci ne s'est pas matérialisé et la hausse de la dernière semaine nous coûte 25 pdb supplémentaire.

Enfin, pour conclure cette explication, la fin du mois a été marquée par l'effondrement d'Aurelius. Cette entreprise allemande spécialisée dans la restructuration d'entreprises en difficulté a été attaquée par Gotham City Research, une société de recherche affirmant que les comptes étaient faux dans un rapport détaillé rendu public. Le titre a perdu 20% le premier jour, puis 30% le deuxième lorsque le management d'Aurelius a présenté des contre arguments peu convaincants. En début de mois, nous avons allégé des titres alors en plus-value confortable vers 62 euros (hélas pas assez !) car la prime sur ANR de 40% nous semblait généreuse. Nous jugeons désormais qu'une décote de 20% sur ANR reflète bien les incertitudes du moment, et que l'action ne remontera pas avant longtemps en l'absence d'une communication claire et convaincante du management, ce qui n'est pas le cas actuellement. Nous avons donc décidé de couper le solde de notre position. Décision douloureuse qui nous coûte 63 pdb.

Malgré ce passage difficile en termes de performance relative, nous restons confiants sur nos choix de sociétés et nos choix sectoriels. Après un premier trimestre difficile pour des raisons conjoncturelles (hausse des stocks suite à la maintenance des raffineries US), nous pensons que le pétrole devrait repartir en direction des 65\$/bl grâce à la discipline de l'OPEP, soutenant ainsi

la progression de celles de nos valeurs qui ont le plus souffert depuis mi-février. Nous n'avons donc pas changé notre stratégie d'allocation à ce stade.

**Avril** 2017 a été marqué par deux phases : l'attente du 1<sup>er</sup> tour des élections françaises qui a légèrement pesé les trois premières semaines, puis une explosion de hausse la dernière semaine, consécutive au résultat. Au final, l'Eurostoxx50 NR progresse de 1.96%. FDE Multicaps Europe AI enregistre une performance légèrement inférieure, en hausse de 1.40%. Cet écart de variation mensuelle trouve son explication principalement dans deux facteurs : une couverture excessivement prudente à l'approche du verdict des urnes, et une mauvaise allocation sectorielle.

L'exposition du fonds au marché avait été réduite à 75% via la vente à découvert de contrats futures CAC et Eurostoxx dans les jours précédant le résultat du 1<sup>er</sup> tour. Ayant appris de l'élection de Donald Trump et du Brexit que l'improbable n'est pas impossible, nous avons craint un second tour entre les deux partis antieuropéens de JL Mélenchon et M Le Pen. Les progressions dans les sondages des derniers jours leurs étaient favorables à l'un et l'autre, et le prolongement des tendances nous avait laissé penser que ce scénario gagnait en crédibilité. S'il s'était réalisé, le marché aurait probablement connu un krach avec une baisse d'une magnitude de l'ordre de 20%. A l'inverse, nous avons pensé que si le résultat était bien celui prédit par les sondages depuis 6 mois, à savoir un second tour Macron/Le Pen, le marché n'aurait pas eu de raison de monter sur une absence de surprise. Le risque nous semblait donc asymétrique ce qui justifiait une prise de couverture. L'histoire est désormais connue. Nous avons eu tort, le marché a ouvert en « gap up » de 4%, et n'a cessé de monter dans les jours suivants. Cela nous a coûté plus de 100 pdb.

Notre allocation sectorielle pèse depuis trois mois, et cela a continué en avril. En effet le meilleur secteur de la période est celui des voyages et loisirs (+6.1%) dont nous sommes absents car nous craignons une forte chute en cas d'attentat. A l'opposé les moins bons secteurs sont ceux des matières premières et du pétrole (-1.8% et -1.9%), sur lesquels nous sommes toujours fortement surpondérés. Ces choix nous ont coûté 70 pdb sur le mois. Nous estimons néanmoins que la fin de la traversée du désert est proche sur ces deux dernières classes d'actifs, la réunion de l'OPEP fin mai devant agir comme un appel d'air à une hausse du prix du baril.

Ces effets négatifs ont été pour plus de la moitié compensés par quelques belles performances, notamment sur des midcaps que nous détenons. Citons notamment Puma suite à ses bons résultats et le retour de la spéculation avec des signes concrets d'une prise de distance de son actionnaire majoritaire Kering, probablement préalable à une cession.

Du côté des mouvements, nous avons pris nos bénéfices sur l'équipementier auto Hella après un beau parcours, et allégé une partie de nos actions ArcelorMittal en raison d'une orientation défavorable du minerai de fer actuellement.

En **mai**, les marchés actions ont continué à bien performer au mois de mai, toujours portés par l'optimisme ambiant sur les perspectives économiques européennes, et notamment françaises dans la foulée de l'élection présidentielle. L'Eurostoxx 50 NR progresse de 0.98% sur la période, et FDE Multicaps Europe AI fait un peu mieux avec +1.41%, réduisant ainsi partiellement l'écart qui le sépare encore de la performance de l'indice depuis le début de l'année.

La surperformance est venue des smallcaps. Claranova a poursuivi son beau parcours avec à nouveau +30%. La Française de l'Energie, avec une progression de 39%, apporte également sa pierre à l'édifice. Plusieurs notes de brokers sont sorties mettant en évidence la sous-valorisation importante des actifs gaziers de la société. Enfin Hypoport a largement bénéficié de la présentation de sa nouvelle stratégie dans l'assurance.

Parmi les gros mouvements, nous avons pris nos bénéfices sur le solde de notre ligne de Subsea7 après un parcours exceptionnel, et une réduction en plusieurs étapes de notre position sur TechnipFMC a été réalisée. L'intégration des deux groupes ne se passe pas aussi bien que prévue, et la communication financière s'est détériorée. Dans un contexte difficile pour le pétrole qui peine à s'extraire de la zone des 50\$/bl, nous avons préféré fortement alléger en attendant que l'horizon s'éclaircisse. Nous avons également cédé nos derniers titres Aperam et Arcelor. Après un excellent parcours, les deux titres semblent s'essouffler, et nous ne serions pas surpris de le retrouver plus bas dans quelques mois.

Nous avons initié des positions sur SNP Scheider Neureither pour continuer à jouer le déploiement du fameux S/4Hana de SAP, et sur Sophos pour la thématique de la lutte contre la cybercriminalité. Enfin, notre meilleure réussite est bien sûr Impresa, dont la très faible valorisation couplée à une rencontre du management nous avait convaincu d'entrer sur ce dossier de retournement corrélé à la reprise économique du Portugal.

Le mois de **juin** a marqué un repli des marchés actions, plus particulièrement dans les derniers jours, sur fonds de remontée des taux et de l'€/\$. Dans un contexte où les valorisations sont élevées, et les gains du premier semestre confortables, les investisseurs ne se sont guère battus pour maintenir les indices proches des plus hauts vus suite à l'élection présidentielle française. Au final, le mois de juin affiche un recul de 2.64% pour l'Eurostoxx 50 NR. Néanmoins FDE Multicaps Europe AI a bien résisté dans cet environnement adverse, affichant un recul limité à 0.60%.

Cet écart de performance favorable de 200 pdb s'explique essentiellement par la belle progression de plusieurs small et midcaps. Impresa progresse de 62% sur le mois et rapporte à elle seule 145 pdb au fonds. Ce spécialiste des médias portugais bénéficie de sa restructuration en cours et du dynamisme retrouvé de l'économie portugaise qui entraîne une réappréciation de ses multiples de valorisation particulièrement faibles. Coface s'apprécie de 21% sur le mois et rapporte 69 pdb. Le nouveau CEO fait un travail de fonds qui devrait commencer à porter ses fruits en fin d'année, et la valorisation est attractive. Balyo, spécialiste français de la robotisation des chariots élévateurs, a bien réussi son entrée en bourse à laquelle nous avons participé, et traite en fin de mois déjà 30% au-dessus du prix que nous avons payé pour devenir

actionnaire ! Le potentiel de développement est très important, la technologie de la société permettant à ses clients d'améliorer le couple productivité/coûts de manière substantielle.

Enfin, avec la baisse du marché en fin de mois, nous avons fini par racheter une grande partie de la couverture qui nous avait tant coûté au mois d'avril, ramenant FDE Multicaps Europe à un niveau d'exposition aux actions de 95% proche de son niveau normatif.

Au chapitre des mouvements notables ce mois-ci, citons ASML, titre sur lequel nous avons pris nos bénéfices après un parcours remarquable, la valorisation nous semble proche du plafond désormais ! Nous avons également cédé nos titres Allianz, préférant nous concentrer sur l'assurance de spécialité (Munich Ré, Coface) que sur les généralistes. De même Gamesa, déjà allégée précédemment, a quitté notre portefeuille, une pause dans le parcours boursier étant nécessaire avant de viser plus haut selon notre analyse. RWE a intégré nos positions en fin de mois, l'horizon se dégage après des années de traversée du désert, les incertitudes sur les indemnités liées à la sortie du nucléaire étant enfin en train de se lever.

En **juillet**, l'Eurostoxx 50 dividendes réinvestis a progressé de 0.29%, et FDE Multicaps Europe AI a baissé de 0.58%.

L'explication vient essentiellement de notre présence sur le segment des petites et moyennes valeurs qui ont reculé ce mois-ci respectivement de 2% et 1% alors que les grosses valeurs dont l'Eurostoxx 50 est uniquement composé ont progressé.

Deux titres expliquent l'écart de performance mensuel. Impresa, qui après un très beau parcours les deux précédents mois, a fortement reculé, réduisant une partie de nos gains, et nous coûtant au passage plus de 80 pdb. La société n'a pas réussi à refinancer son obligation arrivant à maturité en 2018, ce qui a attisé les craintes du marché. La publication d'un bon résultat trimestriel a endigué la baisse depuis. Autre déception, Gemalto nous a coûté 37 pdb. Nous avons investi après le 3<sup>ème</sup> profit warning, pensant que la série était achevée, et que le groupe allait remonter la pente. Son profil technologique pouvait attirer des prédateurs et une opa ne semblait pas à exclure. Hélas les marchés finaux de la carte à puce peinent à se reprendre, le plan de restructuration ne progresse pas aussi vite que prévu, et les nouveaux dirigeants ont visiblement décidé de charger la barque en passant une lourde dépréciation et en annonçant un 4<sup>ème</sup> profit warning. Nous avons soldé nos titres à 46 euros.

Nos choix sectoriels étaient globalement neutres, avec notamment une bonne présence sur le secteur bancaire qui a monté de 3.7% au cours du mois, compensé par notre surpondération du secteur santé qui a reculé de 3.5%.

Parmi les principaux mouvements du mois, nous avons renforcé notre exposition au secteur des matières premières via plusieurs sociétés comme Salzgitter, Glencore ou Antofagasta, convaincus que la hausse du prix des métaux n'est pas finie. Nous avons également arbitré nos actions Daimler, fort heureusement quelques jours avant les révélations concernant le cartel des constructeurs allemands, au profit de Fiat et Ferrari dont le potentiel nous semble intéressant. La première pour la valeur qui reste à extraire via notamment Maserati, et la



seconde car malgré des multiples élevés, le titre ne se paie pas encore au niveau des multiples du secteur du luxe auquel il appartient.

Le mois d'**août** a été calme cette année, avec une faible volatilité, qui n'a toutefois pas empêché l'Eurostoxx 50 dividendes de reculer de 0.72%. Notre allocation d'actifs enregistre elle une performance positive avec une progression de 0.18%.

Cet écart favorable s'explique principalement par la bonne performance de plusieurs de nos valeurs, alors que du côté des secteurs et du segment des petites valeurs, les impacts auront été négatifs. En effet, les petites valeurs ont sous-performé ce-mois-ci, ce qui nous coûte 20 pdb, et le secteur des matières premières également, sur lequel nous sommes surpondérés, ce qui réduit de 27 pdb la performance.

Deux titres ont représenté l'essentiel de la surperformance du mois. Fiat Chrysler a bénéficié d'un aspect spéculatif, son portefeuille de marques (maserati, jeep, alfa roméo) suscitant la convoitise. Elle progresse de 24% et rapporte 49 pdb. Wirecard continue son beau parcours boursier justifié par une forte croissance, et alimenté par des rachats de positions shorts. Elle progresse de 11% et rapporte 32 pdb.

Nous avons effectué peu d'opérations ce mois-ci, renforçant légèrement notre exposition au secteur des matières premières avec Arcelor et Rio Tinto. Dans les cessions, nous avons soldé notre ligne de Carrefour suite au profit warning en fin de mois. Nous avons heureusement déjà fortement allégé cette position en juillet. Nous estimons que le titre a peu de chances d'afficher un parcours positif dans les prochains mois, et nous y réintéresserons éventuellement quelques semaines avant la présentation du plan stratégique. Nous avons également pris une partie de nos bénéfices sur Lanxess, les perspectives court terme étant moins favorables.

Le mois de **septembre** a été pour l'Eurostoxx 50 dividendes réinvestis le deuxième plus haussier de l'année avec +5.15%. Les marchés ont salué les bonnes perspectives de croissance des différentes zones mondiales, un langage maîtrisé des banques centrales concernant la fin progressive, mais toujours éloignée, du quantitative easing, et une stabilisation de la paire €/\$. Dans ce contexte, FDE Multicaps Europe AI a affiché une belle progression en absolu avec +5.04%, mais néanmoins légèrement inférieure à celle de son indice.

L'écart vient principalement d'une forte déception sur Onxeo, en baisse de 54% entre le début du mois et le jour où nous avons décidé de sortir notre position suite à des résultats cliniques décevants. De manière surprenante, l'effet de son candidat médicament phare, le livatag, n'a pas montré de supériorité statistiquement significative contre son principal concurrent, alors que l'étude précédente avait été extrêmement encourageante. Cela vient non pas d'une moindre performance de livatag, mais d'une nette amélioration du produit contre lequel il était testé par rapport aux données existantes. Ce dernier étant déjà disponible sur le marché, l'avenir commercial de livatag paraît sérieusement compromis, et le cours de bourse ne

présente plus aucun potentiel de hausse. Nous avons donc cédé nos titres, actant une perte de 49 pdb sur le mois.

Du côté des secteurs, nos choix se sont compensés. Ainsi parmi nos choix de surpondération, la bonne performance de l'auto a été effacée par la moindre progression des valeurs matières premières.

En termes de mouvements, nous avons renforcé notre position en Siemens après la petite consolidation réalisée par le titre, et avons initié une position en BASF dont la valorisation nous semble attractive au regard de ses perspectives.

En **octobre**, les révisions en hausse de croissance économique dans les différentes zones du monde, l'anticipation de la réforme fiscale aux USA et le discours toujours très accommodant de la BCE ont permis aux indices de continuer leur hausse. L'Eurostoxx 50 NR progresse de 2.27%, alors que FDE Multicaps Europe AI affiche un triste -0.15%.

Le décalage de performance est pour près de la moitié imputable à DBV Technologies, en recul de 45% sur le mois, ce qui pénalise la performance du fonds de 84 pdb. Les résultats de l'étude de phase 3 mesurant l'efficacité de viakin peanuts, le produit phare de DBV dans l'allergie à l'arachide, n'ont pas été aussi positifs que le consensus l'espérait. Seuls 35% des patients ont réagi favorablement, contre plus de 50% dans les études de phase 2, et 13% des patients ont réagi positivement à l'effet placebo, contre 6% précédemment. Cet effet ciseau laisse planer le doute sur l'efficacité réelle du produit. Toutefois, on constate que la sécurité est optimale (aucun choc anaphylactique), et que les doses de produit allergène supportés par les patients répondant au traitement sont très élevées. Ceci nous laisse penser que le produit sera commercialisé, mais probablement pas aussi rapidement que prévu, et sur une population moindre. D'autres sociétés du secteur ont connu le même type de déboires avant de finalement réussir leur lancement. Le potentiel du titre est donc amoindri, mais nous continuons à y croire, et jugeons que la réaction du marché a été excessive et devrait s'inverser dans les prochains mois au fur et à mesure que de nouvelles étapes seront franchies dans le développement.

Le reste de l'écart de performance vient de la physionomie de notre portefeuille. 37% des titres dans lesquels nous sommes investis sont des petites et moyennes valeurs, alors que notre indice de référence, l'Eurostoxx 50 est constitué uniquement de grandes valeurs. Ces dernières ayant nettement surperformé, cela coûte 94 pdb supplémentaires au fond. Par ailleurs, notre surpondération sur le secteur bancaire, gagnante les mois précédents, a été perdante de 35 pdb en octobre. Nous restons néanmoins convaincus que le rattrapage de valorisation de ce secteur se fera tôt ou tard, et nous permettra d'effacer notre retard actuel.

Parmi les mouvements du mois, nous avons initié une position sur Technip après des résultats convenables, qui selon nous marquent le point bas d'une longue séquence boursière difficile pour le titre. Nous sommes entrés sur Renault après une journée investisseurs convaincantes, estimant que la très faible valorisation du titre devrait, au moins partiellement, se corriger. Nous avons allégé nos positions sur Salzgitter, Coface, Fiat et Brain après de bons parcours afin d'empocher une partie de nos gains. Nous avons cédé le solde de notre position sur Hypoport

après des chiffres décevants, et coupé Suedzucker, l'évolution du prix du sucre restant trop incertaine à notre goût.

Au cours du mois de **novembre**, l'Eurostoxx 50 NR a perdu 2.77%. Avec une baisse de 4.03%, FDE Multicaps Europe AI amplifie nettement la baisse de l'indice, pénalisé par de mauvais choix d'investissement. Ainsi, deux des gros paris du fonds ont nettement sous-performé, et leur poids relatif important a démultiplié l'impact. Par ailleurs, un secteur continue de souffrir et pénalise durement la performance.

Peugeot tout d'abord, avec un recul de près de 15% sur le mois, pèse nettement sur le fonds. Lors de la journée investisseurs, le président Carlos Tavares a admis qu'il y avait un retard plus important que prévu chez Opel en termes de performances environnementales (émissions moyennes de CO2 à 122,4 g/km vs 102,4 g pour PSA fin 2016), ce qui laisse planer la menace future d'une lourde amende de la part de l'Union Européenne.

Claranova, autre gros pari du fonds, après une belle performance cette année, a accusé une prise de bénéfices de 9% imputable principalement à l'absence de nouvelles. En effet, le lancement de PlanetArt dans de nouveaux pays majeurs, probablement asiatiques, n'interviendra pas avant le début de l'année 2018. Par ailleurs, MyDevices tarde à donner des résultats concrets, ce qui ne nous inquiète pas à ce stade précoce du développement.

Enfin, une fois n'est pas coutume, les sociétés de biotechnologies souffrent. Après l'effondrement de 50% de DBV en octobre suite à des résultats mitigés et une communication maladroite de la société, c'est Innate qui déçoit avec un résultat d'étude négatif, qui laisse planer le doute sur l'avenir du programme qui représente un quart du potentiel futur. La sanction de -47% est sévère, mais elle s'explique par une série noire parmi les valeurs biotechnologiques en France depuis le début de l'année. En conséquence, les investisseurs fuient le secteur. La faible liquidité de ces titres n'offre pas de porte de sortie rapide, ce qui amplifie les variations. Nous pensons qu'une fois passée cette période de rotation actionnariale, le fondamental reprendra le dessus et les cours retrouveront des niveaux plus en adéquation avec leur potentiel long terme.

Parmi les mouvements notables, nous avons allégé plusieurs valeurs technologiques comme SAP, Cap Gemini ou Wirecard pour des questions de valorisation. Nous avons également vendu nos dernières actions Fiat après un beau parcours. Nous sommes rentrés sur Vivendi convaincus par la croissance dans la musique. Enfin, nous étions absents depuis longtemps d'Unilever, et avons choisi d'en acquérir pariant sur le fait que soit le management saura convaincre les marchés avec ses évolutions stratégiques, soit la société sera la cible d'une opa.

Pour conclure, nous finissons le mois avec un niveau bas d'exposition au marché, ayant bâti une couverture à base de contrats futures afin de nous prémunir du risque d'une baisse de marché que nous estimons de plus en plus probable.

**Décembre** aura été largement positif pour FDE Multicaps Europe AI, en hausse de 1.03% alors que dans le même temps l'Eurostoxx50 NR reculait de 1.75%. Cette large surperformance a permis de combler la majeure partie du retard enregistré le mois précédent.

Du côté des valeurs, aucune ne se détache réellement pour expliquer cet écart. La raison vient avant tout de la structure du portefeuille, dont à la fois l'orientation sectorielle et la diversification des tailles de capitalisations ont été favorables.

A lui seul notre pari sur le secteur matières premières (qui représente 11% du fonds contre 0% de l'indice) rapporte 75 pdb avec une progression mensuelle de 4.9%, malgré la baisse du marché. A l'inverse, notre faible exposition au secteur des biens de consommation (4.4% du fonds contre 9.3% de l'indice) nous a évité de perdre une dizaine de pdb.

Du côté des capitalisations, on observe que le mois aura été favorable aux petites et moyennes valeurs, qui sont en hausse contrairement aux grandes, et représentent un tiers de nos investissements. Cet écart dans la composition du fonds vs. l'indice eurostoxx50 génère un différentiel positif de l'ordre de 120 pdb.

Notre vision de marché ayant évolué plus négativement ces dernières semaines, nous avons progressivement ramené l'exposition du fonds vers 95%, et avons surtout réorienté le profil des valeurs détenues vers des secteurs plus défensifs comme les services aux collectivités (Enel) ou les médias (Prosieben) dont la valorisation faible constitue une protection intéressante. A l'inverse nous avons réduit le poids des valeurs technologiques dont les ratios deviennent déraisonnables.

## POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

### VALEURS :

Société	Pondération	Date d'acquisition	Performance relative
ARCELORMITTAL	4,5%	08/06/2017	28 %
CLARANOVA	3,5%	16/06/2015	337 %
VALLOUREC SA	3,3%	22/07/2016	38 %
PROSIEBENSAT.1 MEDIA SE	3,2%	12/12/2017	32 %
ORANGE	3,2%	08/11/2017	5 %
SAP SE	2,9%	22/04/2015	36 %
VIVENDI	2,9%	17/11/2017	4 %
GEMALTO	2,8%	13/12/2017	11 %
SIEMENS AG-REG	2,7%	15/09/2017	-1 %
DBV TECHNOLOGIES SA	2,6%	22/05/2015	-5 %
EDF	2,6%	26/09/2017	-2 %
TECHNIPFMC PLC	2,5%	26/10/2017	23 %
BASF SE	2,3%	15/09/2017	6 %
KONINKLIJKE KPN NV	2,2%	06/07/2017	-1 %
GLENCORE PLC	2,1%	12/07/2017	23 %
HEIDELBERGCEMENT AG	2,0%	09/11/2017	2 %
UNIBAIL-RODAMCO SE	2,0%	06/12/2017	-4 %
RENAULT SA	2,0%	03/10/2017	2 %
RIO TINTO PLC	1,8%	12/07/2017	15 %
WIRECARD AG	1,8%	30/06/2016	118 %

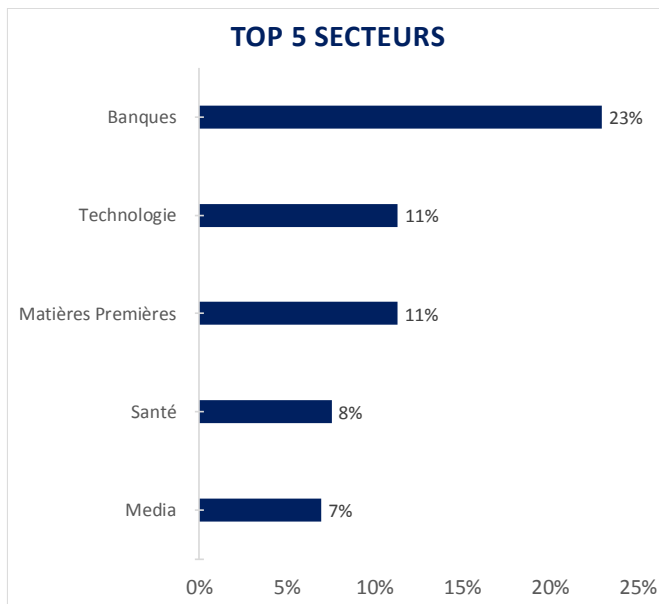
Nous présentons ci-dessus nos 20 premières positions à fin décembre, qui représentent un peu plus de 50% du portefeuille. Les performances s'entendent par rapport aux premiers titres achetés, en relatif à l'Eurostoxx 50 dividendes réinvestis sur la période considérée. Elles ne tiennent pas compte des allègements, renforcements, ou opérations de trading destinées à améliorer la contribution d'une ligne au rendement du portefeuille. A noter que nous avons fait le choix de ne pas détenir de valeurs bancaires en direct, afin de diluer le risque spécifique à chaque banque par l'effet sectoriel en n'investissant que via le future EuroStoxx Bank.

### CAPITALISATIONS :

Avec à fin décembre 57% de bigcaps, 26% de midcaps, 12% de smallcaps, et une exposition de 95% via des ventes de contrats futures Eurostoxx, FDE Multicaps finit l'année 2017 avec un profil plus défensif en anticipation d'un début d'année 2018 plus difficile.

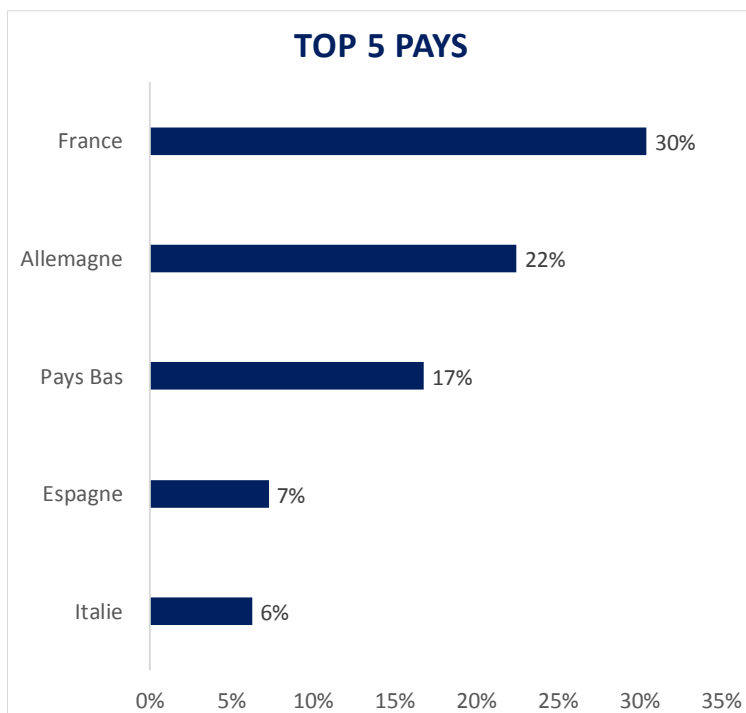
La limite bigcaps/midcaps a été arbitrairement fixée à 7Md€. A titre d'illustration, elle correspond à la première moitié des valeurs de la zone euro appartenant au Stoxx600, l'autre moitié étant constituée de valeurs comprises entre 1 MdEur et 7 Mdeur de capitalisation. En dessous de 1 Mdeur, nous plaçons les valeurs dans la catégorie smallcaps.

#### REPARTITION SECTORIELLE :



Nous présentons ci-dessus nos 5 principaux secteurs détenus, qui représentent près de 60% du fonds. La forte surpondération sur les secteurs des matières premières et des bancaires est un choix délibéré afin de participer à la thématique de la reflation.

#### REPARTITION GEOGRAPHIQUE :



Nous avons conservé une exposition géographique proche de celle de l'Eurostoxx50 toute l'année, mais la hausse récente de l'euro nous a conduit à diminuer le poids de l'Allemagne, économie très exportatrice, au bénéfice de la France, où les réformes en cours donne l'espoir d'un rattrapage économique plus marqué.

## **2. CRITERES ESG**

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