

La Financière De l'Europe

FDE MIDCAPS AC / AI

RAPPORT ANNUEL DE GESTION

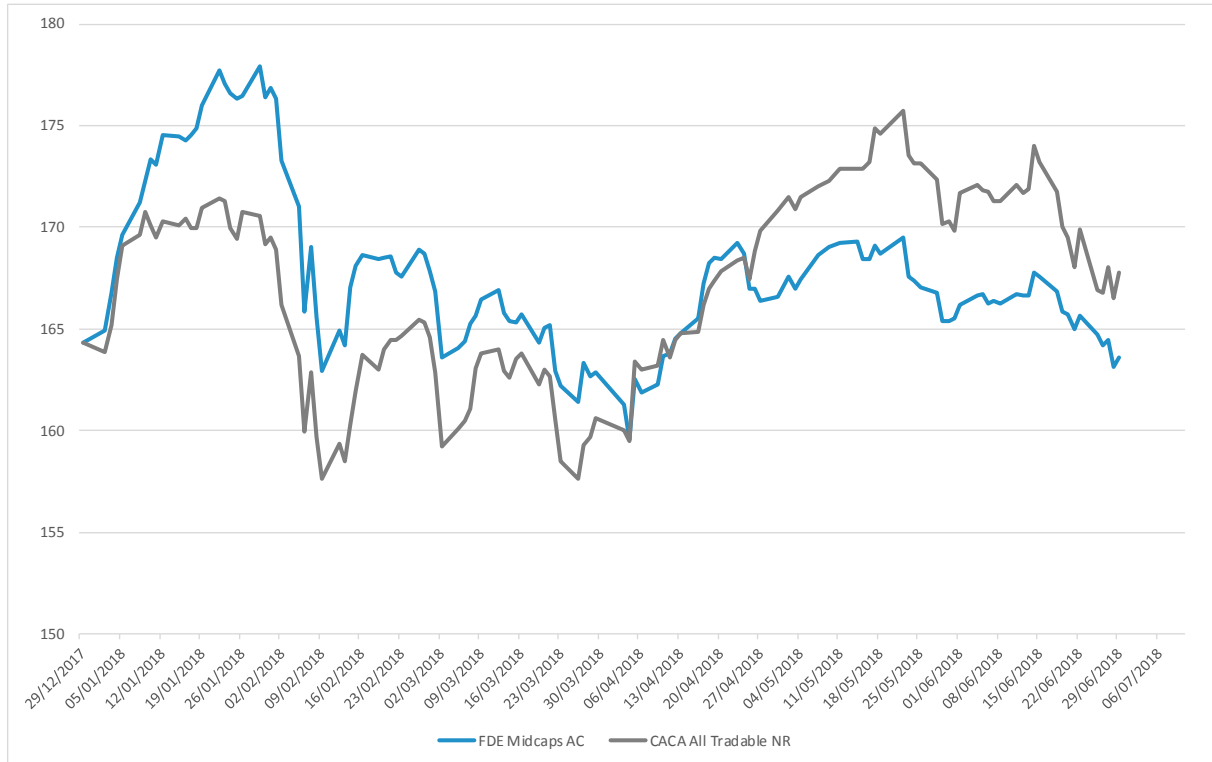
1^{er} semestre 2018

[FR0010909523](#) / [FR0012716751](#)

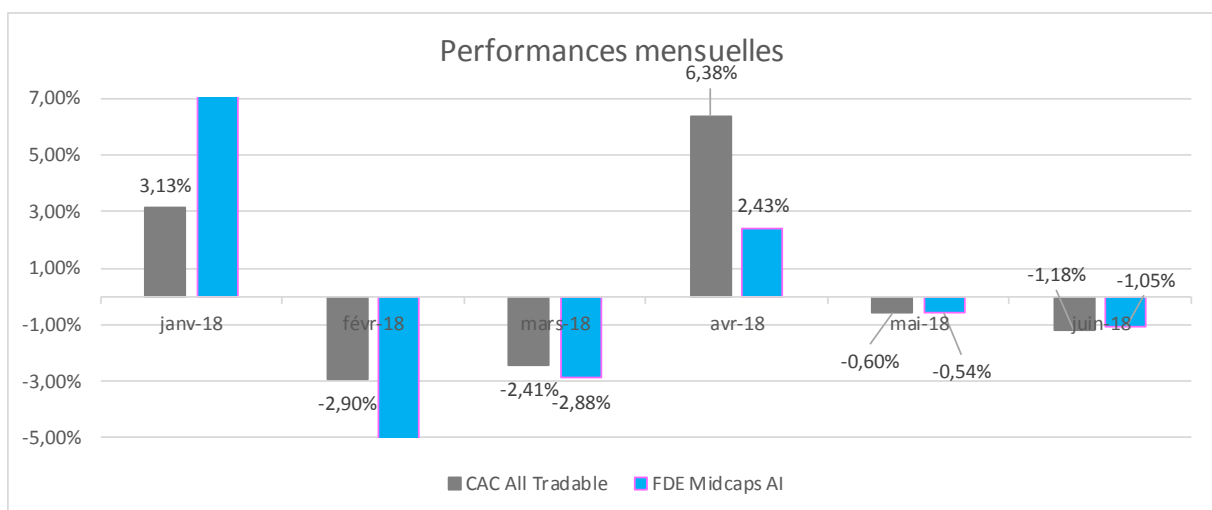
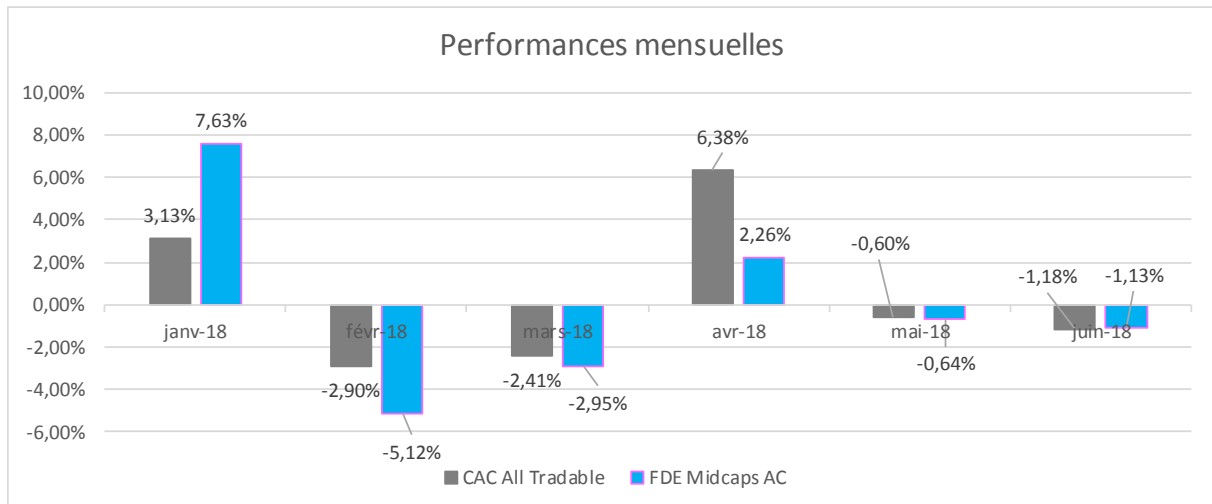
1. RAPPORT DE GESTION

FAITS MARQUANTS

PERFORMANCES



Au cours du 1^{er} semestre, la part AC de FDE Midcaps réalise une performance de -0.44% et la part AI +0.13%. L'indice de référence le Cac All Tradable dividendes réinvestis monte de 2.10% sur la même période. L'évolution a été fortement contrastée comme l'illustre le graphique des performances mensuelles ci-dessous, avec un premier mois et demi excellent, suivi d'une période de trois mois défavorables.



La sous performance sur le semestre s'explique par deux phénomènes :

- D'une part notre vision prudente des évolutions économiques nous a amené à adopter une politique de couverture de plus en plus marquée au fil des mois. Cette position nous a rapporté des gains en février et mars, mais nous a surtout coûté en performance relative lors de la forte hausse du marché en avril et mai.
- D'autre part la composition de notre portefeuille a un biais marqué vers les small et midcaps, alors que celles-ci ont nettement sous-performé ces derniers mois. Lorsqu'on décompose la performance de +2.10% du CAC All Tradable NR entre ses trois composantes bigcaps, midcaps et smallcaps en regardant les performances du CAC 40

NR à +2.97%, du CAC Mid 100 à -1.84% et du CAC Small 90 à -2.49%, on s'aperçoit que les bigcaps ont tiré l'indice vers le haut alors que les small et midcaps l'ont tiré vers le bas. Nous avons environ 60% de small et midcaps qui ont baissé (contre 20% dans l'indice), et parallèlement nous étions vendeur de futures CAC40 qui ont monté. L'effet ciseau a donc été particulièrement douloureux.

Au final, si la performance bien que décevante, n'a pas été aussi mauvaise qu'on aurait pu le craindre au vu de cette asymétrie, c'est principalement grâce à quelques valeurs ayant bien performé (Claranova +77% -> +140 pdb, Wallix +50% -> +50pdb, Ubisoft +46% -> +80pdb) mais aussi grâce à notre forte surpondération sur le secteur pétrolier qui a fini n°1 du semestre (+12%). En revanche notre absence du sous-segment du luxe a été très pénalisante, et la forte déception sur Amoeba (-73% -> -70pdb) à la suite d'une décision administrative dénuée de bon sens et d'arguments de la part l'ANSES nous a coûté cher.

Détaillons maintenant mois par mois les événements du semestre :

Janvier commence très positivement avec une performance de +7.63% pour FDE Midcaps AC et 7.72% pour FDE Midcaps AI, contre +3.13% pour l'indice CAC All Tradable. Le marché est resté favorablement orienté grâce aux bons chiffres économiques globaux, et la perspective de l'effet positif sur la consommation américaine de la réforme fiscale.

L'avance construite provient pour moitié de l'excellente performance de Claranova en hausse de 135% sur le mois, du spécialiste de la cybersécurité Wallix à +63% et du secteur bancaire qui bénéficie de la remontée des taux. L'évolution de l'€//\$ nous avait poussé à être méfiant envers les exportateurs, ce qui a également été bénéfique à la performance relative.

En termes de mouvements, nous avons peu bougé, en dehors d'allègements réguliers sur Claranova pour encaisser une partie des bénéfices sur ce titre qui a vu sa valeur multipliée par 10 depuis son entrée dans le fonds en 2015, mais sur lequel nous restons toujours extrêmement confiant. Les partenariats annoncés avec Sprint aux USA et Dr Peng en Chine démontrent qu'après PlanetArt, la division MyDevices, axée sur l'internet des objets, s'annonce comme un important relais de croissance du groupe qui est en train de s'imposer comme un acteur majeur de ce marché balbutiant mais extrêmement prometteur.

Au cours du mois de **février**, le CAC All Tradable a reculé de 2.90%, effaçant la quasi-totalité des gains accumulés en janvier. Dans ce contexte, FDE Midcaps a amplifié ce mouvement en reculant de 5.06%. La secousse baissière sur les marchés est venue de la publication de chiffres américains montrant un retour de l'inflation plus prononcé qu'anticipé, ce qui dans un contexte de hausse des taux a fait craindre une vitesse de remontée de ces derniers plus rapide que prévu.

Plusieurs de nos paris n'ont pas fonctionné ce mois-ci, expliquant la contreperformance du fonds :

- De manière surprenante, les banques ont souffert (-4.42%), probablement pénalisée à court terme par leur bêta élevé alors que la hausse des taux et la repentification de la courbe leurs sont fondamentalement bénéfiques.

- Vallourec a publié des résultats décevants, reculant de 19% sur le mois ce qui pénalise le fonds de plus de 60 pdb.

- Claranova a perdu 10%, victime de prise de bénéfices après un parcours exceptionnel ces derniers mois. Nous avons nettement allégé notre position entre 1 et 1.16 euros le mois précédent, mais puisque nous restons très confiants sur l'avenir de cette société, l'un des rares véhicules cotés permettant de parier sur le développement de l'Internet des Objets, nous sommes restés confortablement pondérés dessus. Cette position coûte 42 pdb sur le mois.

- Enfin, DBV continue de décevoir, pénalisée par la perspective d'une nécessaire augmentation de capital, alors que les bonnes nouvelles reviennent (autorisation de commercialisation par la FDA plus que probable, résultats mitigés du concurrent, développement positif dans le patch anti allergie au lait).

Dans les nouvelles entrées du fonds ce mois-ci, signalons Nokia, valeur en retournement selon nous, qui bénéficiera de plus en plus au cours des prochaines années du déploiement de la 5G. Dans les sorties, la principale concerne Vivendi. 2018 s'annonce comme une année de transition pour la musique, les perspectives d'IPO qui avaient fait monter le titre semblent s'éloigner à court terme.

Le mois de **mars** aura été marqué par un recul des marchés actions, principalement alimenté par l'esquisse d'une guerre commerciale entre les pays à l'initiative de l'imprévisible président américain Donald Trump. Les difficultés de Facebook dans l'affaire de fuites de données de 50 millions de ses utilisateurs auront également pesé sur le Nasdaq, fissurant la confiance des investisseurs dans le modèle économique de la société et des autres membres du club des GAFA. Le CAC All Tradable baisse de 2.41%, FDE Midcaps AC de 2.95 et FDE Midcaps AI de 2.88% sur la période.

La légère sous performance du fonds s'explique principalement par une baisse marquée du secteur bancaire (-6.6%) sur lequel nous étions surpondéré en moyenne courant mars. Notre pari d'une hausse des taux qui améliorerait les marges des acteurs du secteur ne fonctionne pas. Les obligations d'état servent de refuge dans le contexte de marché baissier actuel, les taux en conséquence baissent. Nous pensons que ce pari finira par fonctionner, mais plus tard dans l'année. Nous avons donc décidé de ne pas nous entêter, et avons ramené notre exposition au secteur à un niveau proche de celui de l'indice.

Quelques valeurs ont également contribué à la baisse de manière plus marquée que d'autres, comme Arcelor, en recul de 9% sur le mois, victime collatérale des tweets trumpiens alimentant

la phobie d'une guerre commerciale plus marquée. Wallix perd 18%, principalement en raison de l'annonce du lancement d'une augmentation de capital destinée à financer sa très forte croissance. Nous comptons y participer, convaincus par sa stratégie et ses dirigeants.

Dans les bonnes nouvelles, les rumeurs, selon nous plus que crédibles, d'une fusion entre Renault et Nissan ont alimenté la hausse de 10% du constructeur automobile français. DBV Technologies a réalisé son augmentation de capital, dégageant ainsi largement l'horizon jusqu'à la mise sur le marché de son traitement Viaskin Peanut. Le titre monte de 11%, et fait partie de nos plus fortes convictions pour les deux prochaines années.

Dans le contexte actuel de marché, nous pensons que toutes les bonnes nouvelles sont derrière nous sur les marchés. Les trois grandes zones économiques sont en croissance certes, mais celles-ci ne peuvent plus accélérer compte tenu de taux d'emploi au maximum. Le retour de l'inflation et la fin du quantitative easing devraient tôt ou tard provoquer une correction importante sur les marchés, raisons pour lesquelles nous avons réduit notre exposition et adopté un profil plus défensif, quitte à rater une partie d'une éventuelle ultime hausse des indices boursiers.

Le mois d'**avril** aura été fortement haussier pour le CAC All Tradable, qui signe avec +6.38% sa meilleure performance mensuelle depuis deux ans et demi. La phase de distribution continue, et contrairement à notre anticipation, les indices boursiers n'ont pas cassé leurs plus bas récents mais ont rebondi une nouvelle fois dans le trading range qui leur sert de bornes depuis un an. Notre vision prudente nous coûte cher, et avec une performance de 2.26% pour FDE Midcaps AC et 2.43% FDE Midcaps AI.

La principale explication vient de notre couverture. Avec une exposition de 70%, FDE Midcaps abandonne mécaniquement 200 pdb dans cette séquence.

La seconde explication vient de la composition de notre portefeuille. Le CAC All Tradable est constitué de 81% de bigcaps, 15% de Midcaps, et 4% de smallcaps. FDE Midcaps est constitué de 41% de bigcaps, 29% de Midcaps, et 24% de smallcaps. Or les bigcaps ont nettement surperformé les autres classes d'actifs ce mois-ci, avec une progression deux fois supérieure (CAC 40 +6.84%, Mid 100 +3.65%, Small 90 + 2.99%), ce qui a affecté notre performance relative de l'ordre de 150 pdb. Notons qu'historiquement, cette déconnection entre bigcaps et small/midcaps, lorsqu'elle intervient dans une phase de hausse d'un marché déjà sur ses plus hauts est souvent le prélude à un retournement. Si l'histoire se répète, notre vision prudente qui nous a tant coûté en relatif ce mois-ci devrait finir par s'avérer gagnante.

Enfin la troisième explication vient d'une déception majeure sur Amoeba, qui n'a pas obtenu l'approbation commerciale de son biocide révolutionnaire, permettant de remplacer le chlore dans le traitement des eaux. Cette opinion est surprenante au regard des éléments du dossier plébiscité par des industriels, et de l'absence de risque avéré. Nous craignons que le lobby de la chimie ait pesé de tout son poids pour influencer l'opinion du comité européen chargé de délivrer l'autorisation. Quelle que soit la raison, la sanction boursière est sans appel, et avec un recul de 70% sur le mois la perte se chiffre à 99 pdb.

Le mois de **mai** aura été un mois sans grand relief pour le fonds, FDE Midcaps AC et AI réalisant une performance respectivement de -0.64% et -0.54% quasiment identique à celle du CAC All Tradable NR avec -0.60%.

Aucun de nos paris sectoriels n'a réellement fait la différence, et notre sous exposition importante ne s'est pas matérialisée par un avantage relatif conséquent du fait de la faible amplitude de la baisse du CAC ce mois-ci.

Du côté des mouvements, nous sommes rentrés sur Don't Nod lors de son introduction en bourse. Ce petit éditeur dispose d'un savoir-faire original et d'un catalogue de produits qui nous semble prometteur.

Nous avons sensiblement allégé notre pondération sur les valeurs des secteurs pétroliers et matières premières, afin de prendre quelques bénéfiques après la bonne surperformance des derniers mois.

Notre analyse des marchés reste inchangée. Nous considérons que les facteurs positifs qui ont porté les indices ces dernières années se sont détériorés, et que la hausse du pétrole, le retour de l'inflation, les tensions sur les spreads de taux au sein de la zone euro, les chiffres de croissance inférieurs aux attentes, sont autant de signes précurseurs d'une correction boursière. La forte sous performance du secteur bancaire ce mois-ci (-15% !) est par ailleurs un élément d'inquiétude supplémentaire.

Le mois de **juin**, à l'image de celui de mai, aura affiché un léger recul sur le marché français, illustrant bien la tendance de fond baissière qui est en train de se mettre très lentement en place au fur et à mesure que les risques de guerre commerciale globalisée se précisent. Le CAC All Tradable NR perd 1.18%, et FDE Midcaps AC et AI résistent légèrement mieux avec -1.13% et -1.05%.

Aucun de nos paris sectoriels n'a réellement fait la différence, et notre sous exposition importante ne s'est pas matérialisée par un avantage relatif conséquent du fait de la faible amplitude de la baisse ce mois sur le contrat future CAC40 qui nous sert de couverture.

On observe que le mouvement en place depuis le début de l'année en défaveur des small et midcaps s'est à nouveau accentué en juin, avec une performance négative inversement proportionnelle à la capitalisation : -2.63% pour le CAC Small 90, -1.13% pour le CAC Mid 60, et -0.95% pour le CAC 40. Cet effet est défavorable au fonds FDE Midcaps qui est surpondéré en smallcaps par rapport à son indice de référence.

Du côté des mouvements, nous avons repris quelques positions sur le pétrole après la petite consolidation qui a eu lieu fin mai/début juin. Nous avons également participé à plusieurs introductions en bourse dont le potentiel nous semble prometteur : Cogelec, Kalray et 2CRSI.

Cette dernière entreprise est particulièrement bien orientée. Avec les gains de beaux contrats face à de prestigieux noms de l'informatique, son management a prouvé que la créativité et

l'agilité étaient des compétences plus utiles que la taille sur le marché en forte croissance des serveurs.

Notre analyse des marchés reste inchangée, nous considérons que les facteurs positifs qui ont porté les indices ces dernières années se sont détériorés, et que la hausse du pétrole, le retour de l'inflation, les tensions sur les spreads de taux au sein de la zone euro, les chiffres de croissance inférieurs aux attentes, sont autant de signes précurseurs d'une correction boursière. Nous maintenons donc notre position prudente, qui bien qu'elle ait été initiée trop tôt (fin 2017) et nous ait coûté en performance relative, commence peu à peu à porter ses fruits et devrait nous permettre de protéger nos actifs.

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

VALEURS :

société	Pondération	date achat	Var rel
GEMALTO	7,1%	12/12/2017	10,73 %
SANOFI	4,6%	15/05/2018	10,19 %
TOTAL	4,1%	27/06/2018	0,43 %
SOPRA STERIA	2,9%	31/05/2018	2,56 %
NOKIA	2,8%	16/01/2018	20,26 %
AXA	2,8%	13/04/2018	-9,10 %
EDF	2,5%	26/09/2017	6,39 %
GETLINK	2,5%	02/03/2018	-3,62 %
ORANGE	2,4%	08/11/2017	1,02 %
ALTEN SA	2,2%	22/01/2018	15,18 %
WALLIX	2,2%	05/10/2017	42,08 %
CLARANOVA	2,2%	16/06/2015	656,87 %
UBISOFT	2,2%	26/10/2015	231,35 %
DBV TECHNOLOGIES	2,1%	22/05/2015	-40,78 %
ABC ARBITRAGE	2,1%	23/01/2018	9,07 %
ESSILOR	2,0%	05/12/2017	5,94 %
BOLLORE	2,0%	17/11/2017	-8,51 %
PGS	2,0%	06/03/2018	38,53 %
PEUGEOT	2,0%	23/04/2015	7,15 %
DE SAINT GOBAIN	1,9%	27/06/2018	-1,06 %

Nous présentons ci-dessus nos 20 premières positions, qui représentent près de 55% du portefeuille. Les performances s'entendent par rapport aux premiers titres achetés, et ne tiennent pas compte des allègements, renforcements, ou opérations de trading destinées à améliorer la contribution d'une ligne au rendement du portefeuille.

SECTEURS :

Technologie	26%
Santé	15%
Industrie	12%
Pétrole	12%
Telecommunications	5%

Nous présentons ci-dessus nos 5 principaux secteurs détenus, qui représentent 70% du fonds. La forte pondération du secteur de la technologie est plus le résultat d'une somme de convictions sur des valeurs de ce secteur que d'un choix sectoriel à proprement parler. La forte surpondération sur le secteur pétrolier est un choix délibéré afin de profiter du rebond des prix du pétrole.

CAPITALISATIONS :

Avec à fin décembre 45% de bigcaps, 22% de midcaps, 31% de smallcaps, et une exposition ramenée à 72% via des ventes de contrats futures CAC, FDE Midcaps finit le semestre avec un profil très défensif, même si la proportion de smallcaps est encore un peu trop élevé par rapport à notre souhait.

La limite MIDCAPS / BIGCAPS a été arbitrairement fixée à 7Md€. Ce niveau correspond à plusieurs valeurs du NEXT 20, indice intermédiaire entre le CAC40 et le CAC Mid 60.

La limite entre les SMALLCAPS et les MIDCAPS a été fixée à 1 Md€, correspondant à la fois aux plus petites valeurs du CAC Mid 60 et aux plus grosses du CAC Small 90.

Au sein des SMALLCAPS, les MICROCAPS d'une capitalisation inférieure à 150 M€, représentent un peu plus de 10% de l'encours (inclus dans les smallcaps).

2. CRITERES ESG

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