DNCA INVEST

VALUE EUROPE

Lettre de gestion – T4 2025

ACHEVE DE REDIGER LE 28/01/2026. DONNEES AU 31/12/2025. ARTICLE 8 SFDR

BILAN DU QUATRIEME TRIMESTRE ET DE L'ANNEE 2025

Les marchés européens ont enregistré une nouvelle année de performances positives en 2025 (+16.7% pour le Stoxx Europe 600), dans un contexte de forte volatilité.

L'année avait bien débuté, soutenue notamment par l'investiture américaine et l'annonce de plans de relance budgétaire d'envergure en Allemagne, avant d'être perturbée en avril par les déclarations de Donald Trump sur les droits de douane, qui ont pesé sur la confiance des investisseurs. Malgré un environnement d'incertitudes géopolitiques persistantes, les marchés se sont finalement redressés, portés par une accalmie relative sur la politique commerciale américaine, des politiques monétaires plus accommodantes, une économie globalement résiliente et des résultats d'entreprises solides.

L'année a également été marquée par une forte baisse du dollar, qui s'est déprécié de 13% face à l'euro, dans un climat de défiance accrue vis-à-vis des actifs américains (guerre commerciale, tensions géopolitiques et inquiétudes liées à la trajectoire des finances publiques). Cette évolution a par ailleurs bénéficié à l'or, dont les cours se sont fortement appréciés.

En Europe, la performance sectorielle sur les marchés actions a été dominée par les banques (+67%) et les ressources de base (+28%). Deux grandes thématiques ont également soutenu les marchés en 2025 : l'intelligence artificielle (IA) et la défense. Par ailleurs, alors que la première partie de l'année a été marquée par le risque tarifaire et la surperformance des valeurs cycliques et domestiques européennes, au détriment des valeurs de croissance plus exposées à l'international (et donc plus sensibles à l'évolution du dollar), le sentiment de marché est clairement dominé, depuis l'été, par la thématique de l'IA. Cette dernière a entraîné une forte polarisation des performances entre les entreprises perçues comme bénéficiaires de cette transition et celles jugées plus vulnérables.

Cette dynamique affecte désormais l'ensemble des styles de gestion, sans distinction entre Value[1] et Croissance[2].

Parmi les places européennes, le marché français a affiché la performance la plus faible en 2025 (+10.4% pour le CAC 40), principalement pénalisé par l'instabilité politique, les changements de gouvernement et l'absence de consensus autour du vote du budget 2026, dans un contexte de hausse continue de la dette publique. À l'inverse, le marché espagnol (+48.6% pour l'Ibex) s'est hissé en tête des performances, porté par les banques et les utilities.

Aux États-Unis, l'année a été marquée par une forte volatilité : les annonces de Donald Trump en avril ont provoqué une correction de 12% du S&P 500 en une semaine. Toutefois, la résilience de l'économie américaine et les baisses de taux de la Fed ont permis aux marchés de terminer l'année en nette hausse, avec un Nasdaq en progression de 20.1% et un S&P 500 de 16.4%. Les performances exprimées en euros sont néanmoins nettement plus modestes, à respectivement +2.6% et +6.0%. L'écart de valorisation entre l'Europe et les États-Unis demeure par ailleurs significatif, même si les flux de capitaux vers les actions européennes se sont sensiblement améliorés depuis le début de l'année 2025.

Les banques centrales ont, quant à elles, globalement assoupli leurs politiques monétaires au cours de l'année, avec des baisses de taux d'ampleur variable selon les régions et la dynamique de l'inflation. La BCE a ainsi abaissé ses taux de 100pb[3] en 2025, le taux de dépôt[4] passant de 3% à 2%, dans un contexte de reflux de l'inflation vers son objectif de 2%. Aucune nouvelle baisse ne semble toutefois envisagée à court terme. Aux États-Unis, la Fed a tardé à agir après les annonces de Donald Trump sur les droits de douane, malgré les pressions exercées sur son président, Jerome Powell. Finalement, trois baisses de 25pb ont été mises en œuvre à partir de juillet, portant les taux directeurs dans une fourchette de 3.50% à 3.75%, dans un environnement d'inflation persistante et

[1]Stratégie consistant à investir dans des titres dont la valeur boursière est inférieure à leur valeur intrinsèque estimée.
[2]Stratégie visant à investir dans des sociétés dont le chiffre d'affaires et les bénéfices progressent (ou devraient progresser) à un rythme rapide.
[3]Points de base.
[4]Taux d'intérêt que les banques commerciales perçoivent lorsqu'elles déposent leurs liquidités excédentaires auprès de la Banque Centrale.

d'économie résiliente. Dans ce contexte chahuté, les taux souverains ont été volatils : le taux à 10 ans américain recule de 40pb sur l'année, à 4.17%, tandis que le Bund allemand progresse de 49pb, à 2.85%.

Enfin, sur le plan microéconomique, les tendances d'activité et les performances opérationnelles ont été globalement solides en Europe, dans un contexte d'attentes de marché relativement modérées, mais avec une forte dispersion sectorielle. Dans l'ensemble, les données confirment l'écart de dynamique entre les activités de services, plutôt résilientes, et les activités industrielles, qui demeurent sous pression, à l'exception des segments exposés aux thématiques liées à l'IA. En outre, la croissance des BPA[5] est fortement tirée par les rachats d'actions.

L'environnement reste néanmoins marqué par la prudence : la phase de déstockage touche à sa fin, mais la demande sous-jacente demeure faible, tandis que le pouvoir de fixation des prix se normalise, tout comme les bases de coûts. Cette combinaison permet globalement aux entreprises de préserver leurs marges dans la plupart des secteurs, à l'exception de certains, comme l'automobile et la chimie cyclique. Enfin, outre un environnement de consommation toujours sous pression, la thématique des traitements GLP-1 continue d'affecter certains segments de la consommation.

DNCA Invest Value Europe (Part A) affiche en 2025 une performance de **+23.2%**[6] à comparer à **+19.8%** pour son indice de référence, le Stoxx Europe 600 Net Return. Cette solide performance confirme une quatrième année de résultats robustes pour le fonds.

D'un point de vue sectoriel, le fonds a bénéficié de ses expositions aux banques, à la défense, aux utilities, ainsi qu'à plusieurs valeurs cycliques, notamment dans les minières, les matériaux de construction et les services pétroliers (**Anglo American, CRH, SBM Offshore**). Il a également tiré parti de sa sous-exposition aux secteurs de la consommation discrétionnaire, en particulier le luxe et l'automobile, ainsi qu'au secteur de la santé (notamment l'absence d'exposition à **Novo Nordisk** qui représente un poids important dans l'indice européen et qui a perdu quasiment 50% sur l'année). À l'inverse, la performance a été pénalisée par l'exposition au secteur de la chimie et aux majors pétrolières, affectées par la baisse du prix du baril au second semestre.

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS A LA PERFORMANCE ANNUELLE

- **SOCIETE GENERALE (+274pb)** a profité du succès de son plan de redressement stratégique et d'une amélioration de sa rentabilité opérationnelle. La banque a également bénéficié d'un environnement de taux encore favorable, soutenant la marge nette d'intérêt. La discipline sur les coûts et la solidité des résultats de la banque de détail et de la BFI ont rassuré les investisseurs, entraînant un net rattrapage de sa valorisation par rapport à ses pairs européens.

- **AYVENS (+173pb)** a tiré parti des synergies issues de la fusion ALD-LeasePlan, avec une amélioration progressive de la rentabilité. Malgré un marché automobile complexe, Ayvens a également maintenu des marges élevées sur la revente de ses véhicules d'occasion. Enfin, l'amélioration de la génération de trésorerie s'est traduite par l'annonce d'un plan massif de redistribution de 700M€.

- **ISS (+173pb)** a affiché une solide dynamique commerciale devant soutenir la croissance en 2026-27. L'amélioration continue des marges et la solidité du bilan devraient permettre d'accélérer les programmes de rachats d'actions. La résolution attendue du litige lié au contrat DT reste par ailleurs un catalyseur positif pour le titre.

PRINCIPAUX DETRACTEURS A LA PERFORMANCE ANNUELLE

- **EDENRED (-110pb)** a souffert du plafonnement des commissions des titres-restaurant au Brésil. En France, la réforme des titres restaurants demeure également un risque car aucune loi n'a été actée. De plus, la normalisation des taux d'intérêt a réduit la croissance de ses revenus financiers.

- **AZELIS (-46pb)** a été pénalisé par un déstockage persistant chez ses clients industriels et une demande atone en Europe et en Chine. Azelis doit également faire face à une concurrence accrue en Asie. La pression sur les volumes et l'érosion des marges ont conduit à une révision à la baisse des prévisions annuelles.

- **LANXESS (-37pb)** a souffert de coûts énergétiques encore élevés, d'une demande finale sous-pression et d'une concurrence féroce des exportations chinoises. Son endettement, encore trop important dans un environnement de croissance faible, a également pesé, d'autant que la perspective d'une cession de sa participation dans Envalior à son partenaire Advent semble compromise à court-terme.

[5]Bénéfice Par Action : représente la part du bénéfice net d'une entreprise attribuée à chaque action ordinaire en circulation.
[6]Performances de la part A (LU0284396016) au 31/12/2025. Performances annualisées de la part A depuis la création (26/06/2008) : +7.03% contre +7.07% pour son indicateur de référence (Stoxx Europe 600 Net Return). **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par DNCA FINANCE.
Les contributeurs sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

Contributeurs positifs 2025	Contrib.
Société Générale	+274bp
Ayvens	+173bp
ISS	+173bp

Contributeurs négatifs 2025	Contrib.
Edenred	-110bp
Sopra Steria	-46bp
Capgemini	-37bp

Concernant le quatrième trimestre, **DNCA Invest Value Europe** (Part A) enregistre une performance positive de **+5.7%**[7], en légère sous-performance par rapport à son indice de référence, en hausse de **+6.4%.** L'essentiel de cette sous-performance trimestrielle s'est concentré sur le mois d'octobre, les mois de novembre et décembre ayant affiché des performances globalement en ligne avec l'indice.

Société Générale (+61bp), **Roche** (+59bp) et **SSE** (+46bp) sont les principaux contributeurs positifs du trimestre. Comme évoqué précédemment, **Société Générale** continue de bénéficier d'une dynamique opérationnelle solide, de la crédibilité de son plan stratégique, ainsi que d'un ratio CET1[8] confortable, supérieur aux exigences réglementaires. Ce niveau de capitalisation offre une meilleure visibilité sur la politique de distribution et s'accompagne d'une valorisation encore attractive dans un environnement porteur pour le marché bancaire européen. **Roche** a, pour sa part, été soutenu par une amélioration de la visibilité sur son pipeline, notamment grâce à plusieurs résultats cliniques positifs en phase III sur son traitement oncologique du cancer du sein, ainsi que par le redressement progressif de la division Diagnostics. Enfin, **SSE** a profité de l'annonce d'une augmentation de capital de 2 Md£, qui clarifie le financement et renforce la crédibilité de son plan d'investissement de 33Md€ sur la période 2026-30, tout en améliorant la visibilité sur son profil de croissance (croissance annuelle moyenne du BPA attendue entre 7-9%, et croissance du dividende comprise entre 5-10%). Le titre demeure par ailleurs décoté par rapport à ses pairs.

A l'inverse, **Azelis** (-32bp), **Lanxess** (-22bp) et **Leonardo** (-14bp) sont les principaux détracteurs du trimestre. **Azelis** a été pénalisé par l'absence de catalyseurs de croissance à court terme et par un environnement macroéconomique toujours difficile pour les distributeurs de produits chimiques. **Lanxess** souffre d'un cycle chimique qui reste dégradé (demande mondiale atone et des prix sous pression), de ventes inférieures aux attentes au T3 et d'une révision à la baisse de ses prévisions pour 2025. Enfin, **Leonardo**, à l'instar de ses pairs du secteur de la défense, a pâti d'une rotation sectorielle défavorable, alimentée par des anticipations plus optimistes autour d'un éventuel accord de paix en Ukraine. Cette dynamique s'est inscrite dans un contexte de prudence accrue des investisseurs sur les marges du secteur et d'une valorisation plus tendue, malgré une trajectoire de résultats opérationnels globalement positive.

Contributeurs positifs T4 2025	Contrib.
Société Générale	+61bp
Roche	+59bp
SSE	+46bp

Contributeurs négatifs T4 2025	Contrib.
Azelis	-32bp
Lanxess	-22bp
Leonardo	-14bp

VIE DU FONDS

Tout au long de l'année, nous avons adopté une approche prudente et disciplinée, en évitant toute réaction excessive dans un environnement de marché particulièrement volatil et incertain. Nous avons suivi de près les risques et implications macroéconomiques liés aux mesures tarifaires annoncées par l'administration Trump, en analysant notamment l'exposition des chaînes d'approvisionnement, la sensibilité géographique du chiffre d'affaires des entreprises, leur pouvoir de fixation des prix, ainsi que les impacts potentiels sur les décisions d'investissement. Dans ce contexte, nous avons maintenu une approche sélective, centrée sur l'identification d'opportunités de valorisation à moyen terme.

D'une manière générale, le fonds a renforcé ses positions sur des sociétés disposant de fondamentaux solides et de moteurs de croissance structurelle — telles que **Publicis**, **Edenred**, **Informa**, **Danone**, **CRH** et **Capgemini**. Ces entreprises présentent des bilans robustes, une génération de trésorerie pérenne et des positions concurrentielles fortes sur leurs marchés respectifs. Parallèlement, nous avons réorienté une partie des investissements vers des profils plus défensifs et à dominante domestique, notamment **Enel** et **SSE** dans le

[7]Performances de la part A (LU0284396016) au 31/12/2025. Performances annualisées de la part A depuis la création (26/06/2008) : +7.03% contre +7.07% pour son indicateur de référence (Stoxx Europe 600 Net Return). **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par DNCA FINANCE.
[8]Common Equity Tier 1 : indicateur de référence de la solvabilité bancaire. Il mesure le niveau des fonds propres les plus solides (actions et réserves) par rapport aux actifs risqués.
Les contributeurs sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

secteur des utilities, ainsi que **Deutsche Telekom**, dont la performance sur 2025 a été affectée par la faiblesse du dollar et un environnement concurrentiel plus difficile en Allemagne et aux États-Unis.

Sur le plan sectoriel, nous avons réduit notre exposition au secteur bancaire, principalement pour des raisons de valorisation. Nous avons ainsi pris des profits sur **Commerzbank** et **Caixa** après d'excellents parcours boursiers, et réduit BNP Paribas en raison du risque juridique lié à l'affaire du Soudan. Une partie de ces arbitrages a été réallouée vers les banques britanniques (**Barclays** et **Lloyds**) ainsi que vers **Erste Bank**, offrant un meilleur couple rendement/risque.

Nous avons également diminué notre exposition au secteur de la défense, prenant nos profits dans un segment devenu très consensuel. Si la hausse des budgets militaires européens offre une visibilité accrue, celle-ci apparaît désormais largement intégrée dans les valorisations, tandis que subsistent des risques d'exécution industrielle et de financement de ces plans d'investissement ambitieux. La pondération du secteur a ainsi été ramenée à environ 3 %, concentrée sur deux valeurs : **Dassault Aviation** et **Leonardo**.

Enfin, nous avons sensiblement renforcé notre exposition au secteur de la santé depuis septembre 2025, avec l'introduction de **GSK** et le renforcement de **Roche** et **Novartis**, à la suite des accords conclus entre les laboratoires pharmaceutiques et l'administration américaine concernant les prix de certains médicaments, ainsi que de l'apaisement temporaire des menaces tarifaires.

Plus spécifiquement durant le quatrième trimestre, nous avons introduit trois nouvelles valeurs en portefeuille : **Lloyds**, **GSK** et **Erste Bank**. A l'inverse, aucune position n'a été liquidée. Nous avons profité des replis pour renforcer des dossiers tels que **Deutsche Telekom** et **Azelis**. En parallèle, nous avons réduit nos expositions à **Nexans** (en raison des incertitudes entourant le contrat GSI), à **BNP Paribas** (risque juridique lié au dossier soudanais) et à **ABF**, à la suite d'une publication trimestrielle décevante, marquée par une croissance LFL inférieure aux attentes chez Primark en Europe et une guidance de marge inférieure aux attentes.

Au total, sur l'ensemble de l'année 2025, nous avons intégré **Lloyds**, **Infineon**, **Sopra Steria**, **Aperam**, **SSE**, **Erste Group Bank**, **Roche**, **Capgemini**, **Azelis** et **GSK** au portefeuille, mais nous avons liquidé nos expositions en **Sandoz**, **Daimler Truck**, **Acciona Energia** et **Intercontinental Hotels Group**.

En ce qui concerne les entrées sur le quatrième trimestre :

- **ERSTE BANK** s'appuie sur une franchise de banque de détail solide, une rentabilité élevée et des perspectives de crois-sance structurelle attractives sur ses marchés clés d'Europe centrale et orientale. Son expansion en Pologne, via l'acquisition de Santander Poland, renforce significativement son potentiel de croissance, avec une accélération attendue du crédit et des dépôts. Le groupe devrait enregistrer une croissance du bénéfice par action d'environ 21% entre 2025 et 2027, nettement supérieure à celle de ses pairs européens. Malgré ces atouts, la valorisation demeure modérée, avec un multiple de résultat proche de 8x, en ligne avec le secteur. En outre, Erste Bank offre un levier optionnel à une stabilisation géopolitique : sans exposition directe à la Russie ou à l'Ukraine, mais fortement implantée dans les pays frontaliers, elle bénéficierait d'un scénario de normalisation ou de reconstruction post-conflit. Enfin, sa solide position en capital ouvre la voie à des retours accrus aux actionnaires.

- **LLOYDS** bénéficie d'un profil de rentabilité attractif, avec une génération organique de capital d'environ 180 points de base par an. Le portefeuille de couverture, d'un montant d'environ 244 Md£, devrait contribuer à hauteur de 1.5 Md£ de résultat incrémental entre 2026 et 2028, offrant une visibilité élevée sur les revenus. Le groupe dispose ainsi d'une capacité de distribution cumulée estimée à environ 17 Md£ sur la période, tout en affichant un RoTE[9] attendu supérieur à 20% à horizon 2028 (et environ 16,5% en 2027). La valorisation reste attractive, avec un multiple de P/E[10] de 8x sur 2027.

- **GSK** a passé des années à affiner son positionnement après la séparation d'Haleon, aujourd'hui centré autour de trois piliers solides : les vaccins, les médicaments spécialisés (notamment le VIH) et les médicaments généralistes, avec des moteurs de croissance clairement identifiés. La force de GSK réside dans son activité vaccins, qui demeure un contributeur majeur au chiffre d'affaires, avec Shingrix (vaccin contre le zona) et Arexvy (vaccin contre le VRS) mis en avant comme produits clés, ainsi que sa franchise dans les maladies infectieuses. Les résultats récents supérieurs aux attentes, les approbations de nouveaux médicaments et une R&D plus ciblée via des partenariats renforcent la crédibilité du plan de croissance à long terme à horizon 2031. À cela s'ajoute une génération de cash-flow robuste, offrant à la fois un profil défensif et une capacité d'investissement. Enfin, la nomination d'un nouveau CEO expérimenté, Luke Miels, (ex Astra Zeneca) depuis septembre, et les spéculations récurrentes de consolidation dans le secteur constituent des catalyseurs potentiels supplémentaires, alors que la valorisation de GSK reste inférieure à celle de plusieurs pairs, offrant ainsi un couple risque/rendement attractif.

[9]Return on Tangible Equity : indicateur de rentabilité mesurant la capacité d'une banque à générer un profit net à partir de ses fonds propres tangibles (actifs réels, hors actifs immatériels comme le goodwill).
[10]Price Equity Ratio : rapport entre le cours de bourse d'une entreprise et son bénéfice par action (BPA). Il mesure combien d'unités de profit un investisseur est prêt à payer pour acquérir une action.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

POSITIONNEMENT DU FONDS

DNCA Invest Value Europe est un fonds de conviction et de sélection de valeurs, portant une grande attention à la valorisation et à la connaissance des sociétés. D'une manière générale, fidèles à notre philosophie de gestion, nous favorisons les sociétés que nous jugeons décotées au regard de leur qualité intrinsèque, de leur potentiel de retournement et/ou de croissance bénéficiaire, de leur solidité bilancielle et de leur capacité de retours à l'actionnaire. A fin décembre 2025, la valorisation du fonds s'élève à 12.5x P/E 2026, contre 15.1x pour l'indice Stoxx Europe 600. Le portefeuille affiche des fondamentaux de croissance solides (+13% de croissance des BPA en 2026, contre +11.7% attendus pour le marché) et des bilans sensiblement plus robustes que dans les cycles précédents (à 1.8x DN/EBITDA[11]).

D'un point de vue sectoriel, nous avons augmenté au cours de l'année notre exposition à la technologie, passant de 0% fin 2024 à 5.6%, avec l'intégration d'**Infineon**, **Capgemini** et **Sopra Steria**, comme indiqué dans nos précédents rapports.

Parallèlement, nous avons réduit notre exposition au secteur bancaire, principalement pour des raisons de valorisation, avec un poids légèrement sous-pondéré par rapport à l'indice à fin décembre (13.6% contre 14.4%). Nous conservons toutefois une opinion positive sur les valeurs bancaires et restons attentifs à l'émergence de points d'entrée plus attractifs. Les banques européennes présentent des fondamentaux globalement solides, une amélioration de leur rentabilité (ROTE compris entre 12% et 14%) et une dynamique de résultats toujours favorable, malgré la normalisation progressive des taux. Le coût du risque demeure maîtrisé et les niveaux de capitalisation élevés soutiennent des politiques de retour aux actionnaires attractives. En outre, les banques européennes restent sous-valorisées tant par rapport au marché dans son ensemble que vis-à-vis de leurs homologues américaines. Enfin, les ambitions stratégiques européennes (transition énergétique, souveraineté industrielle et digitalisation) impliquent un recours accru au financement bancaire. Dans cette optique, l'Europe devra s'appuyer sur des institutions financières plus solides. La consolidation transfrontalière du secteur et le développement d'une Union des marchés de capitaux constituent ainsi des leviers clés pour libérer des capacités de financement et soutenir l'investissement. Un environnement réglementaire plus favorable pourrait, à moyen terme, soutenir la revalorisation du secteur.

Concernant la défense, le retour de Donald Trump au pouvoir redessine les équilibres géopolitiques et renforce la nécessité pour l'Europe d'accélérer ses efforts de réarmement. Ce changement de paradigme majeur crée une dynamique structurellement favorable pour l'industrie européenne de la défense sur un horizon de 10 à 15 ans. À ce titre, nous souhaitons maintenir une exposition stratégique au secteur. Néanmoins, à court terme, plusieurs risques doivent être pris en compte : tensions sur les chaînes d'approvisionnement, capacités industrielles limitées pour exécuter des carnets de commandes en forte croissance et incertitudes concernant le financement des nouvelles ambitions européennes. Dans ce contexte, compte tenu de la performance déjà exceptionnelle du secteur et d'un positionnement des investisseurs devenu de plus en plus consensuel, les valorisations nous semblent désormais intégrer une large part du potentiel de croissance à court terme. Nous avons ainsi procédé à des prises de bénéfices progressives tout au long de l'année. L'exposition du fonds au secteur s'établit à environ 3% à fin décembre (contre environ 8% au pic à mi-2024).

Le portefeuille est sous-exposé aux entreprises axées sur l'intelligence artificielle, principalement en raison des niveaux de valorisation élevés atteints par les secteurs clairement identifiés comme bénéficiaires directs de l'IA, tels que la technologie ainsi que les infrastructures et équipements électriques. À l'exception des utilities sur lesquels nous sommes sensiblement exposés, ces niveaux de valorisation ne sont pas compatibles avec notre philosophie d'investissement Value disciplinée.

Sur cette thématique de l'IA, le marché est extrêmement polarisé et l'écart de performance entre les entreprises perçues comme gagnantes de cette transition et celles considérées comme plus vulnérables atteint près de 70% depuis le début de l'année 2025. À ce stade, les bénéfices de l'IA sont principalement appréhendés à travers les réductions de coûts et les gains de productivité qu'elle permet. Certains secteurs, en particulier ceux intensifs en capital humain, devraient en être les principaux bénéficiaires, à commencer par le secteur bancaire.

En revanche, s'agissant de la croissance du chiffre d'affaires, l'impact de l'IA apparaît beaucoup moins évident, à l'exception de quelques secteurs bien identifiés. Pour de nombreuses entreprises, l'IA est encore perçue avant tout comme une menace potentielle pour les modèles économiques existants. Il nous semble toutefois prématuré de tirer des conclusions définitives quant aux futurs gagnants et perdants de cette transition. Les phases de disruption ont toujours existé, et l'histoire montre que les entreprises savent utiliser ces ruptures pour se transformer et adapter leurs modèles. C'est précisément le cœur de notre approche Value : identifier les catalyseurs de transformation au sein des entreprises.

Ainsi, le marché nous semble avoir largement exagéré les risques pesant sur des acteurs tels que **Publicis** ou **Capgemini**. L'IA générative ne remet pas en cause leurs métiers, elle en accroît la complexité. Elle renforce leur rôle d'intégrateur, améliore la productivité et oriente la demande vers des missions à plus forte valeur ajoutée. Ces groupes ont par ailleurs

[11]Dette Nette / EBITDA : indicateur de levier financier qui mesure la capacité d'une entreprise à rembourser sa dette grâce à son exploitation.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

démontré par le passé leur capacité à absorber les ruptures technologiques, qu'il s'agisse du digital, du cloud ou de la data. Pour ces acteurs de taille critique, disposant de données propriétaires, de relations clients de long terme et de fortes capacités d'investissement, l'IA constitue un levier stratégique plutôt qu'un risque existentiel. Nous profitons ainsi des craintes actuelles du marché pour renforcer nos positions.

Le fonds clôture le semestre avec un positionnement globalement équilibré entre valeurs cycliques et défensives. Certaines réallocations sectorielles ont été mises en œuvre en réponse à l'évolution des dynamiques de marché et des niveaux de valorisation.

De notre sélection de titres ressortent cinq grandes catégories : 1) les entreprises en repositionnement stratégique et transformation : 23% (Burberry, Fresenius, Fraport, Danone) ; 2) celles bénéficiant de mégatendances structurelles : 22% (Nexans, CRH, SBM Offshore, Leonardo) ; 3) les ''compounders[12]'' à faible valorisation : 14% (Informa, ISS, Publicis, Edenred) ; 4) celles offrant d'importants retours aux actionnaires grâce à une génération de trésorerie stable et visible : 23% (Total, Sanofi, Deutsche Telekom, Enel) ; et 5) les financières : 18% (Société Générale, Commerzbank, Intesa Sanpaolo, Barclays, ASR Nederland).

PERSPECTIVES

Le début du mandat de Donald Trump a ravivé les incertitudes commerciales, économiques et géopolitiques, poussant l'Europe à reconsidérer les fondements de sa souveraineté stratégique et à accélérer ses réformes structurelles. Ce changement de paradigme constitue un catalyseur de long terme pour les marchés européens, justifiant le maintien d'une opinion constructive sur les actions européennes.

L'Europe est entrée dans une phase d'action politique coordonnée et d'ampleur historique visant à renforcer la souveraineté, la compétitivité industrielle et le potentiel de croissance à long terme. Cette dynamique repose sur un ensemble cohérent de mesures : réduction des lourdeurs administratives, mesures protectionnistes ciblées dans les secteurs stratégiques (acier, industries intensives en carbone via le CBAM[13]), baisse des coûts de l'énergie, amélioration de la productivité et hausse significative de l'investissement public. L'Allemagne se trouve au cœur de ce mouvement, avec un plan budgétaire de 500 MD$ axé sur la défense, les infrastructures et la transition énergétique, complété par des initiatives européennes en faveur de l'industrie. Nous anticipons ainsi une transition progressive mais durable vers un modèle de croissance davantage tiré par l'investissement et l'industrie, favorable aux résultats des entreprises à moyen terme.

À ces facteurs s'ajoutent des relais de croissance optionnels, notamment la reconstruction de l'Ukraine en cas d'avancées diplomatiques, l'augmentation structurelle des budgets de défense, la montée des investissements industriels et un secteur bancaire appelé à jouer un rôle central dans le financement de ces ambitions. Malgré un environnement international incertain, l'Europe a clairement acté la nécessité de renforcer son autonomie stratégique, ce qui conforte notre conviction que la dynamique de réformes actuellement à l'œuvre a peu de chances d'être remise en cause.

D'un point de vue de marché, les actions européennes continuent d'afficher des niveaux de valorisation attractifs malgré leur récente surperformance (en euros). Les décotes par rapport aux actions américaines demeurent historiquement élevées, le positionnement des investisseurs reste modéré et les primes de risque élevées. Le profil de rendement est par ailleurs attractif, avec un rendement du dividende d'environ 3.3%, renforcé par les programmes de rachats d'actions, offrant un soutien appréciable dans un environnement macroéconomique volatil. Dans un contexte de forte concentration des investissements sur les actifs américains, l'Europe constitue ainsi une source crédible de diversification et d'exposition à l'euro.

À court terme, toutefois, les implications macroéconomiques du bouleversement de l'ordre mondial (inflation, consommation, chaînes d'approvisionnement) demeurent incertaines, justifiant une approche prudente et sélective. Les publications de résultats et les guidances pour 2026 constitueront des catalyseurs clés pour affiner les perspectives bénéficiaires. Dans ce cadre, notre gestion reste disciplinée, sélective et orientée vers le stock-picking[14]. La stratégie d'investissement reste résolument orientée vers le long terme, avec pour objectif de sélectionner des sociétés décotées et bénéficiant de moteurs structurels de croissance, indépendamment des turbulences conjoncturelles de court terme.

Au sein des actions européennes, nous identifions les opportunités les plus attractives dans le segment Value, en particulier dans les secteurs industriels et financiers, encore décotés et directement bénéficiaires des priorités européennes en matière de souveraineté et de compétitivité. Nous privilégions également les entreprises davantage orientées vers la demande domestique, plus exposées à la croissance tirée par l'Union européenne et moins sensibles aux tensions commerciales mondiales et aux risques géopolitiques.

Dans un environnement de croissance modérée, de coût du capital durablement plus élevé et de ruptures technologiques majeures comme l'IA, la gestion Value redevient avant tout une gestion de conviction, visant à sélectionner des

[12]Société de grande qualité capable de réinvestir durablement ses propres profits à un taux de rentabilité élevé.
[13]Carbon Border Adjustment Mechanism : taxe environnementale appliquée aux importations de produits polluants (acier, aluminium, ciment, engrais, électricité, hydrogène) entrant dans l'Union européenne. Son objectif est d'égaliser le prix du carbone entre les produits fabriqués en Europe et ceux importés.
[14]Stratégie d'investissement consistant à choisir activement des actions individuelles jugées sous-évaluées ou à fort potentiel.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

entreprises stratégiquement pertinentes, compétitives et capables de générer des flux de trésorerie et des rendements durables sur le long terme.

Ce document ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les analyses évoquées sont celles de l'équipe de gestion et sont susceptibles d'évoluer dans le temps. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le compartiment repose sur une gestion active.

Plus d'informations sur dnca-investments.com.

AVERTISSEMENT

OBJECTIF DE GESTION

Le Compartiment cherche à surperformer l'indice : Stoxx Europe 600 Net Return, sur la durée d'investissement Recommandée (5 ans). L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le style de gestion est discrétionnaire et intègre des critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance (ESG).

L'INVESTISSEMENT DANS LE FONDS DNCA INVEST VALUE EUROPE COMPORTE DES RISQUES ET NOTAMMENT LES RISQUES SUIVANTS :

- Risque actions
- Risque de change
- Risque en perte de capital
- Risque lié à l'investissement dans des produits dérivés
- Risque de durabilité
- Risque ESG



Indicateur de risque synthétique selon PRIIPS. 1 correspond au niveau le plus faible et 7 au niveau le plus élevé.

DNCA FINANCE | 19, PLACE VENDOME 75001 PARIS | +33 (0)1 80 40 11 11 | DNCA-INVESTMENTS.COM

Société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP 00-030 en date du 18 août 2000.
Conseiller en investissement financier non indépendant au sens de la Directive MIFID II.
DNCA Finance Luxembourg | 1, Place d'Armes - L-1136 Luxembourg | +352 27 62 13 07
DNCA Finance Italie | Via Dante, 9 20123 Milano Italia | +39020062281

Ceci est une communication publicitaire. Veuillez-vous référer au Prospectus de l'OPC et au Document d'Informations Clés avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est un document promotionnel à usage d'une clientèle de non professionnels au sens de la Directive MIFID II. Ce document est un outil de présentation simplifiée et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les informations présentées dans ce document sont la propriété de DNCA Finance. Elles ne peuvent en aucun cas être diffusées à des tiers sans l'accord préalable de DNCA Finance. Le traitement fiscal dépend de la situation de chacun, est de la responsabilité de l'investisseur et reste à sa charge. Le Document d'Informations Clés et le Prospectus doivent être remis à l'investisseur qui doit en prendre connaissance préalablement à toute souscription. L'ensemble des documents réglementaires de l'OPC sont disponibles gratuitement sur le site de la société de gestion www.dnca-investments.com ou sur simple demande écrite adressée à dnca@dnca-investments.com ou adressée directement au siège social de la société 19, Place Vendôme – 75001 Paris. Les investissements dans des OPC comportent des risques, notamment le risque de perte en capital ayant pour conséquence la perte de tout ou partie du montant initialement investi. DNCA Finance peut recevoir ou payer une rémunération ou une rétrocession en relation avec le/les OPC présentés. DNCA Finance ne peut en aucun cas être tenue responsable, envers quiconque, de toute perte ou de tout dommage direct, indirect ou de quelque nature que ce soit résultant de toute décision prise sur la base d'informations contenues dans ce document. Ces informations sont fournies à titre indicatif, de manière simplifiée et susceptibles d'évoluer dans le temps ou d'être modifiées à tout moment sans préavis.
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Compartiment de DNCA INVEST Société d'investissement à capital variable (SICAV) de droit luxembourgeois ayant la forme d'une Société Anonyme – domiciliée au 60 Av. J.F. Kennedy - L-1855 Luxembourg. Elle est agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et soumise aux dispositions du Chapitre 15 de la Loi du 17 décembre 2010.
DNCA Finance est une Société en Commandite Simple agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en tant que société de gestion de portefeuille sous le numéro GP00-030 régie par le Règlement général de l'AMF, sa doctrine et le Code Monétaire et Financier. DNCA Finance est également Conseiller en Investissement non indépendant au sens de la Directive MIFID II. DNCA Finance – 19 Place Vendôme-75001 Paris – e-mail : dnca@dnca-investments.com – tél : +33 (0)1 58 62 55 00 – site internet : www.dnca-investments.com
Toute réclamation peut être adressée, gratuitement, soit auprès de votre interlocuteur habituel (au sein de DNCA Finance ou au sein d'un délégataire de DNCA Finance), soit directement auprès du Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne (RCCI) de DNCA Finance en écrivant au siège social de la société (19 Place Vendôme, 75001 Paris, France). En cas de désaccord persistant, vous pouvez avoir accès à la médiation. La liste des organismes de résolution extrajudiciaire des litiges ainsi que leurs coordonnées en fonction de votre pays et/ou de celui du prestataire concerné est librement consultable en suivant le lien https://finance.ec.europa.eu/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/financial-dispute-resolution-network-fin-net/members-fin-net-country_fr.
Un résumé des droits des investisseurs est disponible en français au lien suivant : https://www.dnca-investments.com/informations-reglementaires