DNCA INVEST

SRI EURO QUALITY

Lettre de gestion – T4 2025

PART B - EUR - LU2882334894

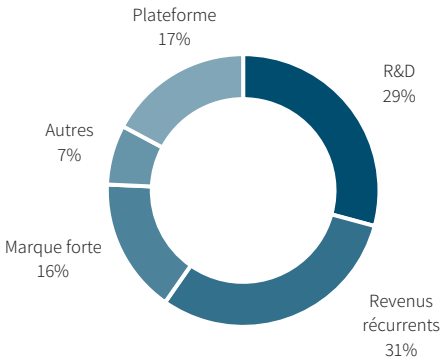
ACHEVE DE REDIGER LE 29/01/2026. DONNEES AU 31/12/2025.

ARTICLE 8 SFDR

CHIFFRES CLES A FIN DECEMBRE 2025

- Au 31/12/2025, **DNCA Invest SRI Euro Quality** affiche une hausse de la part B[1] de **+10.7%**[2] depuis le début de l'année (YTD[3]).
- Encours sous gestion de **2 203** millions €.
- Volatilité de **12.9%** sur 3 ans (MSCI EMU : 13.5%).
- Une gestion concentrée : les 10 principales positions représentent **43% de l'actif.**
- Une gestion de convictions[4] : le portefeuille comporte **43 positions** en actions à fin décembre 2025.

Portefeuille par modèle économique



Source : DNCA Finance au 31/12/2025.

BILAN 2025

LES ACTIFS REELS, ACTIONS ET OR, PROGRESSENT. LES ACTIONS AMERICAINES SOUS-PERFORMENT. LE DOLLAR EN BERNE.

Nous retiendrons 2025 comme un excellent cru pour quasiment tous les actifs financiers. En euros et hors dividendes, alors que le MSCI EMU a progressé de 21%, le Stoxx 600 de 17%, le CAC de 10%, le MSCI China de 13%, le S&P 500 de 3%, le Nasdaq de 6% et l'or de 65%. Le dollar (-11% contre l'euro), le bitcoin (-17%) et les matières premières (WTI -20%) sont les grands perdants de 2025. Les actions européennes ont ainsi surperformé les actions américaines. La devise américaine s'est dépréciée contre quasiment toutes les monnaies, pâtissant de la trajectoire budgétaire américaine et des attaques de Donald Trump contre l'institution qu'est la réserve fédérale américaine, dont l'indépendance est cruciale pour la principale monnaie de réserve du monde.

TARIFS, DOGE[5] ET DEFICIT BUDGETAIRE AMERICAIN

En prenant du recul sur l'année révolue et en se focalisant sur la politique de Donald Trump, le président républicain, nouvellement élu et fort du contrôle du congrès américain, a multiplié la signature d'executive orders[6] afin d'appliquer son programme axé sur deux axes majeurs : abaisser les dépenses publiques à travers la mise en place du DOGE d'Elon Musk et mettre en place des tarifs douaniers réciproques avec l'ensemble des régions du globe afin de monter les recettes fiscales et ainsi essayer d'abaisser le déficit public américain. Quels sont alors les résultats de cette politique ? Le DOGE a

[1]Le 16 septembre 2025, le fonds DNCA SRI Euro Quality (FCP) a fait l'objet d'une fusion-absorption transfrontalière par le nouveau fonds DNCA Invest SRI Euro Quality (SICAV). Cette opération a pour but de poursuivre la stratégie d'investissement du fonds absorbé tout en intégrant une nouvelle structure juridique. Le nouveau fonds conserve le même historique de performance (track record) et les mêmes caractéristiques. Seul l'objectif de gestion a été modifié.

[2]Performances annualisées de la part B (LU2882334894) depuis la création (21/12/2003) : +4.31% contre +6.64% pour son indicateur de référence (MSCI EMU NR EUR DNR). Performances calculées au 31/12/2025. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par DNCA FINANCE.

[3]Year-to-date.

[4]Sélection de titres basée sur de fortes croyances de l'équipe de gestion.

[5]Department of Government Efficiency.

[6]Décret présidentiel américain ayant force de loi pour l'administration fédérale, permettant au président de gérer la politique interne sans passer par le Congrès.

L'obtention du label ISR (Investissement socialement responsable) par le compartiment/le fonds ne signifie ni que celui-ci réponde à vos propres objectifs en matière de durabilité ni que le label corresponde aux exigences de futures règles nationales ou européennes. Pour plus d'information à ce sujet, voyez le site : http://www.lelabelisr.fr/.

réussi à économiser probablement 200 Md$ soit 20% de l'objectif que s'était fixé l'administration Trump. En revanche, du côté des recettes, bien que la mise en place des tarifs douaniers fût particulièrement chaotique, les recettes devraient atteindre plus de 300 Md$ en 2026. Si le gouvernement républicain est encore loin de revenir à 3% de déficit budgétaire, néanmoins, la direction est la bonne. Concernant les tarifs réciproques du Liberation Day d'avril, nous anticipions un risque élevé de stagflation[7], lié à la hausse des prix de vente répercutant la mise en place des tarifs et ainsi pesant sur la consommation. Si la consommation a été impactée par les tarifs, il est clair aujourd'hui que les tarifs n'ont pas eu un impact fort sur l'inflation malgré un taux moyen pourtant de 17% à fin décembre (ce taux a culminé à 30% au moment de l'annonce de 125% pour les biens en provenance de Chine). Les mois suivant le Liberation Day ont permis aux différents pays de négocier avec les officiels américains et accepter un taux inférieur à celui du 2 avril mais bien au-dessus des taux prévalant début 2025. L'incertitude du premier semestre a entraîné un ralentissement des décisions d'investissement des entreprises et un recul des embauches.

GEOPOLITIQUE

Sur le front géopolitique, l'année a été marquée par l'injonction de Donald Trump à travers le discours de JD Vance début mars à Munich aux états membres de l'OTAN[8] et en particulier les états européens de monter leurs dépenses de défense à 3.5% du PIB afin que les Etats-Unis puissent réorienter leurs troupes et leurs efforts vers le Pacifique. L'accord sur les 3.5% a été conclu courant juin au sommet de l'OTAN. Si l'Allemagne a les moyens de sa politique, elle n'en a pas encore l'organisation. D'autres pays comme la France ou le Royaume-Uni ont l'organisation mais n'ont pas de latitude budgétaire pour être crédibles auprès du marché. Les pourparlers entre les US et la Russie pour trouver une issue au conflit avec l'Ukraine n'a pas abouti pour le moment.

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

Le bilan de 2025 ne serait pas complet sans parler de l'intelligence artificielle. Alors que ChatGPT a été lancé fin 2022, entraînant la tech américaine sur les sommets boursiers, DeepSeek est lancé par une start-up chinoise début 2025 pour un coût de développement très modeste par rapport aux modèles américains. Cet évènement a entraîné une accélération des investissements de la part des hyperscalers[9] pour construire des data centers IA afin de développer de meilleurs modèles (Meta, Google, Microsoft/OpenAI et Amazon). Il est intéressant de noter que les investissements en technologie ont constitué la quasi-totalité de la croissance américaine. En fin d'année, les investisseurs ont de plus en plus questionné l'existence ou la création d'une bulle de l'IA. Sur ce plan, il est clair à notre sens que les valorisations des valeurs technologiques américaines sont élevées mais ne sont pas extrêmes si nous comparons ce cycle avec l'avènement d'autres nouvelles technologies comme internet en 1999-2000. Le financement des investissements est en grande partie fondé sur les cash flows[10] des hyperscalers, néanmoins nous voyons quelques maillons faibles (Oracle et CoreWeave) faire appel à la dette pour financer la construction de data centers ainsi que Meta dans une moindre mesure. Concernant les valorisations, nous ne sommes pas, selon nous, en territoire de survalorisation patente sur les actifs cotés exposés à la thématique IA. En revanche, les valorisations des actifs non cotés du secteur tech et en particulier les start ups d'IA nous semblent décorrélées de toute réalité.

SECTEURS & STYLES

Sur le plan sectoriel, l'année 2025 a été remarquable à plus d'un titre. Un seul secteur a contribué à la moitié de la performance du marché actions de la zone euro : le secteur financier. Les banques, à elles seules, ont progressé de 90% et contribué 10 points de performance de l'indice. Seuls deux autres secteurs ont surperformé le marché : les biens industriels (dont la défense) et les utilities. Le reste des secteurs, en particulier les secteurs globaux exposés au dollar comme la technologie ou la santé, ont sous-performé le marché. La consommation, l'immobilier et les télécommunications n'ont pas dépassé les 10% de progression.

En termes de styles, cela fait 3 années à présent que les valeurs de qualité et de croissance sous-performent le marché. Cette année est la pire en termes d'écart de performance entre les styles value[11] et qualité croissance[12] depuis 2009.

SYNTHESE DE LA VIE DU FONDS SUR 2025

LES THEMATIQUES ANTICIPEES

Concernant la **défense**, nous sommes convaincus depuis 2014, que le secteur de la défense a sa place en portefeuille. L'invasion de la Crimée à cette époque a marqué le point bas des dépenses de défense européennes en proportion du PIB en Europe. Par ailleurs, les valeurs de défense sont des valeurs industrielles apportant un cycle différent des biens d'équipement classiques qui offrent une diversification intéressante pour un portefeuille d'actions européennes. Enfin, plus récemment, ce bénéfice de diversification a grandi grâce au

[7]Situation économique combinant faible croissance et inflation élevée.
[8]Alliance militaire regroupant des pays d'Europe et d'Amérique du Nord.
[9]Fournisseur de services de cloud computing à très grande échelle capable de déployer et de gérer des infrastructures de centres de données massives à travers le monde.
[10]Flux de trésorerie : flux de liquidités générés par l'activité d'une entreprise.
[11]Stratégie d'investissement privilégiant des entreprises sous-valorisées par le marché au regard de leurs fondamentaux (bénéfices, actifs, dividendes).
[12]Stratégie d'investissement combinant des entreprises à forte croissance des bénéfices avec des fondamentaux solides, une rentabilité élevée et une structure financière saine.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

caractère domestique de ces valeurs qui tirent une majorité de leurs revenus d'Europe. **Thalès** fait partie du portefeuille depuis de longues années. 2022 et l'invasion de l'Ukraine a mis en lumière le fait que le secteur de la défense est devenu un secteur de croissance structurelle (avec un rythme de croissance autour de 5%). Le secteur a pris une autre dimension en 2025 grâce aux engagements des pays européens de monter à 3.5% du PIB à horizon 2030, ou plus vite pour certains pays. Le secteur est passé dans les rares secteurs de croissance à 2 chiffres à cette occasion. La France a ses propres contraintes, néanmoins, il faut lui reconnaître une politique de défense de long terme avec une ligne directrice claire, celle de conserver un écosystème industriel solide et innovant. L'Allemagne, de son côté, doit tout construire après 80 années d'investissement minime dans sa défense. La défense a pris de l'importance dans le portefeuille depuis 2022 grâce à la performance de Thalès. A l'automne 2024, nous avons entré Safran qui bénéficie du supercycle aéronautique de l'après-vente des motoristes qui bénéficient des contraintes de montée en cadence d'Airbus et des déboires de Boeing. Depuis, leur activité défense (20% du CA) montre des signes d'accélération grâce à leur activité propulsion pour le Rafale et certains missiles. En mars 2025, l'évolution de notre politique d'exclusion sur les armements controversés nous a permis d'entrer **Rheinmetall**, véritable fondation industrielle de la reconstruction de l'écosystème allemand. Au cours de l'année, nous avons piloté notre exposition en prenant des bénéfices au moment du sommet de l'OTAN de juin pour se renforcer en fin d'année. D'autres valeurs de défense pourraient faire leur entrée en portefeuille en 2026.

Sur le sujet des **tarifs douaniers** réciproques de Donald Trump, nous avions réduit notre exposition aux exportateurs européens dès l'automne 2024 (sortie de Puma, Pernod et notre position en valeurs de luxe avait déjà été réduite au premier semestre 2024 (compte tenu de la valorisation élevée). Nous avons conservé voire renforcé en revanche nos positions en **EssilorLuxottica, Safran, Schneider, Siemens** et **L'Oreal**. Nous avons également profité de la volatilité générée par l'annonce des tarifs pour entrer certaines valeurs que nous surveillions comme **UCB**.

Historiquement, les **secteurs financiers** n'étaient pas très représentés dans l'univers qualité croissance. Depuis la crise financière de 2008, de 2011 et le doublement des besoins en capitaux liés au changement de régulation européenne sous la supervision de la BCE, la rentabilité des banques est restée en basses eaux pendant une décennie de taux bas. La remontée des taux post Covid a changé la donne pour le secteur bancaire (et l'assurance). A partir des résultats 2024, les chiffres ont parlé d'eux-mêmes. La normalisation des taux a permis à une partie significative du secteur de revenir à des niveaux de rentabilité lui permettant d'entrer dans le camp de la création de valeur, c'est-à-dire un retour sur capital supérieur au coût du capital. Alors que nous avions une position historique en **KBC** et **Finecobank,** nous avons intégré en 2025 **Bawag** et **Intesa**. Ces banques génèrent parmi les ROE[13] parmi les plus élevés du secteur, couplés à une valorisation raisonnable. En revanche, nous avons pris des bénéfices sur le secteur de l'assurance compte tenu des valorisations élevées atteintes (sortie de **Munich Ré** : valorisation élevée et retournement du cycle, allègement d'**Allianz**).

Nous souhaitions augmenter l'exposition aux valeurs qualité et croissance de moyenne capitalisation et rééquilibrer le portefeuille naturellement exposé aux valeurs globales (qui génèrent plus de la moitié de leurs revenus en dehors d'Europe) vers plus d'exposition aux valeurs domestiques européennes. Au-delà de **Bawag** (10 MdE de capitalisation à fin décembre), nous avons initié une position en **Lottomatica** (5 MdE) qui offre à la fois croissance, rentabilité, excellente génération de cash flows, bilan solide et management de qualité ainsi qu'une exposition 100% à l'Italie, pour une valorisation particulièrement raisonnable (10x PE[14], 3% de rendement, 7x FCF[15]). Ces deux entrées ont particulièrement contribué à la performance sur l'année.

L'intelligence artificielle a continué d'être un thème central en 2025. Au-delà de nos positions dans les équipements pour semi-conducteurs (**ASML**, **ASM**) et les sociétés que nous estimons être des gagnants de l'IA grâce à des données propriétaires (**UMG** dans la musique), ainsi que des expertises métiers sans égales (**Siemens Healthineers** dans l'imagerie, **SAP** dans l'ERP, **Amadeus** dans l'industrie du transport aérien). Nous sommes exposés à l'IA chinoise à travers notre position en **Prosus**, qui détient une participation dans un des leaders de la technologie chinoise **Tencent**. L'annonce de DeepSeek a permis de réveiller le secteur. Enfin, nous sommes exposés à la croissance des data-centers, à travers nos positions en **Schneider**, **Siemens** et **Legrand**.

LES SURPRISES DE L'ANNEE

Nous avions anticipé une surperformance des **financières**, néanmoins, nous n'avions pas anticipé que les secteurs financiers (20% de l'indice) contribuent à la moitié de la performance de l'indice MSCI EMU. La surperformance du secteur a été massive. Nous avions augmenté notre exposition mais nous ne pensions pas que la surperformance serait telle qu'une sous-pondération sur ces secteurs entraînerait de facto une sous-performance massive par rapport à l'indice général.

Alors que nous étions convaincus que nos **gagnants de l'IA** continueraient leur ascension, un retournement de sentiment

[13]Return on Equity : indicateur mesurant la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise.
[14]Price Earning Ratio : rapport entre le cours d'une action et le bénéfice net par action dégagé par l'entreprise.
[15]Free Cash Flow : argent réel généré par une entreprise après avoir payé ses dépenses d'exploitation et ses investissements nécessaires au maintien ou au développement de son activité.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

sur le secteur des logiciels et des médias s'est produit. Rétrospectivement, la valorisation élevée du secteur des logiciels a rendu le secteur vulnérable à toute mauvaise nouvelle. Les avantages compétitifs du secteur ont été débattus. L'émergence de l'aide au codage comme cas d'usage des modèles d'IA interroge sur le coût de développement des logiciels et donc la baisse des barrières à l'entrée. La deuxième problématique réside dans la facturation au nombre de licences. Si le développement de l'IA accroît fortement la productivité, alors les sociétés pourraient réduire le nombre d'employés créant ainsi une baisse du nombre de licences à facturer. Nous avions pris des bénéfices sur notre position en **SAP** au début de l'année, néanmoins, la performance négative de SAP a pesé sur la performance du portefeuille. La valorisation est à nouveau raisonnable, SAP contractualise en majorité par client et ne dépend pas du nombre d'utilisateurs de ses logiciels.

Par ailleurs, dans les médias, les sites de petites annonces (également vulnérables du fait de valorisations élevées) ont été attaqués tout comme Google search sur la perspective que les utilisateurs fassent l'ensemble de leurs recherches sur ChatGPT plutôt que sur Google ou un site de petites annonces. **Universal Music Group**, vue en 2024 comme insubmersible, est devenue une victime potentielle de l'IA, si les plateformes de musique voient un déferlement de morceaux de musique générée par IA. Nous ne souscrivons pas à cette hypothèse, compte tenu des nouveaux accords signés entre UMG et les plateformes comme Spotify.

NOTRE DISCIPLINE DE VALORISATION, UN FIL CONDUCTEUR

Parmi les sorties, nous notons la décision en début d'année de vendre notre position en **Wolters Kluwer**. Alors que la société était impactée par la baisse du dollar, que l'administration Trump avait diminué le potentiel de croissance de l'activité liée à l'ESG et la compliance (déréglementation et ESG « bashing »), le cours de bourse continuait de monter pour atteindre plus de 30x les bénéfices dépassant ainsi notre estimation de la valeur intrinsèque de manière franche. Nous avons décidé de céder notre entière position début 2025. Le titre a perdu 45% depuis 2025. Nous sommes sortis au deuxième trimestre sur **Hermès** et **Ferrari** pour revenir en fin d'année après une baisse de 20-25%. Autres sorties liées à la valorisation : **Munich Ré**, **Airbus**.

GESTION DU RISQUE ET REMISE EN CAUSE DU CAS D'INVESTISSEMENT

Nous avons vendu notre position en **Dassault Systèmes** mi 2025 compte tenu de l'incapacité de l'équipe dirigeante à exécuter correctement leur stratégie et d'atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés. Après analyse approfondie, nous pensons qu'il y a un vrai problème de gouvernance. L'emprise du président du conseil sur la société, la défaillance en termes d'intégration et de pilotage des différentes sociétés du groupe hors activité historique ainsi que les intérêts de la famille (focalisée sur le résultat par action et le dividende) ne permettent ni un alignement des intérêts avec les actionnaires minoritaires, ni un pilotage adéquat du groupe.

Par ailleurs, nous avons réduit notre exposition à la France en sortant nos positions en **Saint Gobain** et **Vinci**. Nous ne sommes toujours pas confortables avec la situation politique et budgétaire française, qui pourrait accentuer encore le risque fiscal et les perspectives de croissance. Autres sorties : **Heineken** et **DHL** (momentum[16] négatif et manque de croissance).

ENTREES : UN BON CRU

Lottomatica (+74%, +1.1% contrib), **UCB** (+79%), **Bawag** (+48%), **Intesa** (+34%), **Rheinmetall** (+21%), **Siemens Energy** (+20%), **Inditex** (+11%)

Seules déceptions : **RELX** (-14%). Nous conservons notre conviction sur le cas d'investissement. **Novo Nordisk** (-25%) : nous sommes entrés beaucoup trop tôt sur le titre bien qu'il ait déjà perdu 50% depuis ses points hauts au moment de notre achat. Nous avons vendu la position.

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS 2025

CONTRIBUTEURS POSITIFS

Thalès (+2.3%) a été l'un des principaux contributeurs de l'année, porté par la réévaluation massive du secteur de la Défense en Europe, fortement ravivé après le discours choc du vice-président américain JD Vance à Munich. Le titre s'est envolé dès le premier trimestre (+77%), devenant la première position du portefeuille, soutenu par un nouveau régime de croissance d'environ 10% par an et par la montée durable des budgets militaires. Au mois de juin, les annonces de l'OTAN portant l'objectif de dépenses à 5% du PIB à horizon 2035 ont déclenché un mouvement de prise de profits opportuniste alors que le secteur avait connu un pic de valorisation. Malgré des allègements tactiques, l'exposition au thème de la Défense a été pleinement maintenue dans un contexte géopolitique qui continue de soutenir la visibilité du secteur.

Si **ASML** (+2.1%) a été un de nos principaux contributeurs positifs en 2025, l'année n'a pas été un fleuve tranquille. Après un début d'année volatil lié aux restrictions américaines vers la Chine et à une faible visibilité sur les commandes et alors que le marché s'inquiétait de la capacité à investir d'Intel et de Samsung et donc de la dépendance à TSMC, principal client d'ASML, le redémarrage du cycle des mémoires en septembre et ainsi l'amélioration des perspectives de commandes de Samsung, déclenché par la demande liée à l'IA a permis au titre a rebondi fortement au deuxième semestre (+37%). Le titre avait retrouvé une valorisation attractive après

[16]Tendance haussière ou baissière d'un titre sur une période donnée.

Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

Les contributeurs sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

l'avertissement sur les résultats de juillet qui a permis de rebaser les attentes 2026 et 2027, améliorant sensiblement le profil risque/rendement. Malgré la volatilité du secteur, ASML demeure un acteur incontournable de l'écosystème IA et un contributeur régulier à la performance du portefeuille dans la durée. C'est également un des rares acteurs du secteur tech à pouvoir vendre ses produits en euros, démontrant ainsi son pricing power et limitant le risque de change.

Prosus (+1.3%) s'est imposé comme l'un des contributeurs réguliers de l'année, soutenue par le rebond de Tencent qui constitue 85% de la valeur d'actif, leader de la tech chinoise. Le titre a connu une forte progression au 2ème trimestre (+11.5%), alimentée par une journée investisseurs convaincante. La réduction attendue de la décote de holding dépendra désormais de l'exécution de la stratégie du CEO Fabrizio Bloisi visant à structurer deux écosystèmes — Latam et Europe — capables de générer une croissance rentable, avec l'objectif ambitieux de doubler les revenus et tripler l'EBIT d'ici 2028. La perspective de l'entrée Meituan et Didi au Brésil sur les terres d'iFood ainsi que la consolidation du cours de Tencent qui concentre ses efforts d'IA sur l'interne pour le moment (Gaming et optimisation du ROI sur la publicité) ont pesé sur le titre en fin d'année. Nous restons convaincus par le cas d'investissement sur Tencent qui couple valorisation très attractive pour une croissance de 10-15% des revenus. Prosus traite de surcroît à une décote sur la valeur de sa participation dans Tencent, aussi nous pensons avoir une marge de sécurité élevée en termes de valorisation si le newsflow devenait plus mitigé sur l'intensité concurrentielle venait à s'intensifier au Brésil pour iFood.

CONTRIBUTEURS NEGATIFS

IMCD (-0.6%) figure parmi les détracteurs de l'année, pénalisé par un environnement industriel atone et une normalisation des volumes qui a pesé sur la dynamique de croissance. Les marges se sont contractées dans un contexte de demande hésitante, réduisant la visibilité à court terme et entraînant une performance inférieure à nos attentes. Les tarifs douaniers ont impacté les volumes de ce distributeur. Par ailleurs, la concurrence d'ingrédients chinois face aux produits des fournisseurs d'IMCD inquiète le marché sur les perspectives de croissance du groupe. Nous pensons que la qualité des ingrédients est importante et que si les acteurs chinois ont de bons produits mais moins chers, IMCD pourra s'adapter en distribuant leurs produits. Cette faiblesse conjoncturelle n'amoindrit pas la qualité structurelle du modèle, mais elle a pesé sur la contribution au cours de l'exercice. Nous avons réduit notre position au deuxième semestre en attendant l'inflexion des volumes.

SAP (-0.5%) a également pesé sur la performance en raison des craintes liées à l'impact de l'IA sur son modèle cloud, ainsi que d'un ralentissement de la croissance du carnet de commandes cloud backlog. Ce ralentissement a eu lieu sur fond d'incertitude élevée et donc d'un environnement peu propice à la décision d'investissement. Les entreprises face aux tarifs douaniers de Trump ont eu peur d'un impact négatif sur la croissance économique mondiale. A partir de l'automne, le management s'est voulu rassurant quant à la dynamique commerciale. Néanmoins, le débat des investisseurs autour de l'impact de l'IA sur le secteur (impact de l'aide au codage sur les barrières à l'entrée du secteur, impact du développement des agents IA sur le nombre d'utilisateurs des logiciels). Le titre a ainsi connu une compression de ces multiples, les estimations ayant connu une révision négative faible liée pour l'essentiel à la baisse du dollar. Nous restons convaincus que le système de pricing de SAP ainsi que la complexité des ERP qu'il met en place et enfin l'adoption de l'IA dans ces solutions devraient permettre au groupe de connaître une croissance soutenue et en accélération sur les prochaines années. Moins de 50% des sociétés clientes du groupe ont migré sur S/4Hana dans le cloud. Après avoir réduit notre position en début d'année, nous avons renforcé notre position au deuxième semestre.

Inwit (-0.5%) a pesé sur la performance après une publication pourtant en ligne avec les attentes du 3ème trimestre, mais la décision du management de réduire l'objectif de chiffre d'affaires 2030 de 3% a été sévèrement sanctionnée par le marché, entraînant une chute de 17% sur le mois. Malgré une valorisation désormais très basse, le titre ne pourra se redresser qu'avec la consolidation du secteur télécom italien, condition indispensable pour restaurer une dynamique d'investissement soutenable dans les réseaux et améliorer la visibilité de croissance du secteur des tours. Nous avons réduit notre position.

Autres contributeurs négatifs : **Novo Nordisk**, **Siemens Healthineers.**

BILAN T4 2025

La performance du T4 a été très décevante (-1.8% part I vs MSCI EMU DNR +5.1%). Le marché a été porté par les financières (+10%), les utilities (+11%) et la consommation cyclique (+6%, tiré par l'auto et le luxe). A l'inverse les télécoms (-4%), l'immobilier (-3%) et les matériaux (0%) ont pesé sur la performance de l'indice. Les financières ont contribué 2.5 points de performance, soit la moitié de la performance de l'indice. En termes de style, la value a continué de tirer son épingle du jeu alors que les valeurs qualité croissance terminent l'année sur un très mauvais cru.

Du côté du portefeuille, nos financières de qualité ont soutenu la performance (Fineco, Bawag, Intesa, Allianz, KBC). En dehors des financières, Inditex (+22%) a publié d'excellents résultats pour son troisième trimestre (exercice décalé). La croissance à taux de change constants est ressortie à 8.4%. Malgré une consommation américaine en berne, le groupe

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.

continue de générer une croissance robuste aux États-Unis grâce à une présence encore relativement faible et à une capacité d'exécution remarquable. Le plan d'ouverture de magasins, une base de comparaison favorable au premier semestre 2026 et des commentaires positifs sur le current trading (accélération à +9 % en novembre hors Black Friday) ont contribué au fort rebond du titre (+9% le jour de la publication). LVMH (+25%) a repris des couleurs sur fond d'amélioration du sentiment sur la demande chinoise et les efforts du groupe en termes de coûts et de renouvellement de la créativité en particulier chez Dior.

En revanche, les secteurs des logiciels et des médias ont continué de baisser sur la thématique IA (SAP -9%, UMG -9%, RELX -15%, Amadeus -7%). Le sentiment a tourné à l'extrême pessimisme. Selon le marché, l'IA omnipotente va permettre de répliquer à moindre coût tout logiciel quel qu'il soit, le secteur va connaître une forte déflation et le nombre d'usagers remplacés par l'IA va réduire la base de chiffre d'affaires. Nous sommes convaincus que SAP ressortira comme un « gagnant de l'IA ». Il est sain lorsqu'une nouvelle technologie de disruption apparait d'interroger la robustesse de chaque modèle économique et ses barrières à l'entrée, cependant, il est clair à nos yeux après analyse et engagement avec la société que le modèle est particulièrement solide et l'IA une opportunité. Pour rappel, le sentiment peut se retourner très rapidement et violemment. Ainsi, Google est passé de « perdant de l'IA » en avril à « roi de l'IA » aujourd'hui.

Dans le secteur des industrielles, nos positions en défense ont subi des prises de bénéfices sur l'espoir d'un cessez-le-feu (Rheinmetall -21%, Thalès -13%), IMCD continue de souffrir d'un bas de cycle qui se prolonge (valorisation sur les niveaux de 2016 !), Legrand a souffert d'attentes trop hautes sur le T4 (les analystes sont au-dessus de la guidance du management). Notre entrée sur Siemens Energy a été en revanche bénéfique (+19%). Siemens Energy est exposée à la croissance des data centers aux Etats-Unis à travers son activité de centrale à gaz et réseau électrique.

Sur des sujets idiosyncratiques, du côté des contributeurs négatifs, après un très beau parcours depuis fin 2024 (+38%), Prosus a connu des prises de bénéfices (-12%), à l'image du cours de son principal investissement, Tencent. Par ailleurs, nous saluons l'évolution de la politique d'allocation de capital du groupe, qui va à présent réduire les cessions d'actions Tencent et privilégier d'autres cessions (Meituan notamment) afin de financer le rachat de ses propres titres. Inwit (-19%) a publié des résultats en ligne avec les attentes sur le T3, néanmoins, la réduction de l'objectif de CA 2030 de 3% a été fortement sanctionnée par le marché (baisse de 17% sur le mois). Nous avons réduit notre position compte tenu de l'incertitude autour des contrats avec TIM et Swisscom. Enfin, Air Liquide (-9%) a également connu une baisse de son cours de bourse.

Nous restons convaincus par le cas notamment grâce au travail interne opéré sur les marges, le rebond potentiel lié à l'activité semi et industrielle aux US et en Asie et le potentiel de commandes liées aux incitations fiscales aux US et en Allemagne (dépréciations accélérées des investissements).

CONTRIBUTEURS T4 2025

Contributeurs positifs T4 2025	Contrib.
ASML	0.7%
LVMH	0.5%
Inditex	0.5%

Contributeurs négatifs T4 2025	Contrib.
Inwit	-0.8%
Prosus	-0.7%
SAP	-0.4%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS T4 2025

Entrées : Nemetschek, Merck, MTU, Siemens Energy, Ferrari (entrée post CMD).

Sorties : Saint-Gobain, Michelin.

POSITIONNEMENT DU FONDS A FIN DECEMBRE 2025

En termes de valorisation, le portefeuille traite à 4.5% de FCF yield et 19.4x PE pour une croissance de 15% du bénéfice par action. La majorité du portefeuille traite sous sa moyenne historique de valorisation à 10 ans.

La baisse du dollar a été un vent de face pour le portefeuille. Nous continuons nos efforts pour contenir cette exposition malgré l'exposition naturelle de l'univers qualité croissance au dollar.

La diversification géographique (32% d'actions françaises France, 20% d'actions allemandes notamment) et sectorielle est accrue à fin 2025. L'exposition aux financières s'élève à 15% environ (25% dans l'indice). Souhaitant conserver un risque crédit faible au niveau du portefeuille malgré la focalisation sur des financières de qualité, donc bien capitalisées, nous nous attachons à ce que le portefeuille hors financières soit composé d'une forte proportion de sociétés sans dette (40% du portefeuille).

PERSPECTIVES 2026

Sur le plan macroéconomique, la trajectoire de croissance semble s'infléchir positivement en Europe et aux US, grâce

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.

aux investissements, qui seront par ailleurs soutenus par des mesures fiscales (dépréciation accélérée des investissements en Allemagne et aux Etats-Unis). Le réservoir d'épargne est élevé en Europe et pourrait stimuler la consommation si la confiance revient.

La géopolitique restera un thème fort de cette nouvelle année compte tenu de la politique extérieure américaine et de la formation de ce monde multipolaire dépourvu de son gendarme historique. La politique américaine sera également scrutée quant à l'évolution de l'indépendance de la réserve Fédérale américaine avec l'annonce de son nouveau président par l'administration Trump et une forte pression politique pour baisser les taux, ce qui pourrait peser sur le dollar.

Parmi les thématiques que nous pensons porteuses pour cette nouvelle année, nous concentrerons le portefeuille et nos recherches de nouveaux investissements sur des sociétés capables d'accélérer leur croissance (RELX, Amadeus, ASML, EssilorLuxottica) et/ou d'améliorer leur productivité, que ce soit par l'adoption de l'intelligence artificielle (SAP) ou par un travail sur les coûts (Air Liquide).

Nous resterons sélectifs dans l'univers de la consommation en privilégiant les sociétés aux marques fortes qui offrent des produits accessibles (L'Oréal, Inditex), des nouveaux produits de consommation utilisant l'IA (EssilorLuxottica) ou bénéficiant de l'émergence des médicaments anti-obésité (Inditex pour renouveler sa garde-robe).

Concernant la défense, nous restons positifs sur le secteur et serions intéressés pour renforcer nos positions en cas de cessez-le-feu. Le réarmement de l'Europe ne fait que commencer. La visibilité est forte et le marché sous-estime la capacité des Etats à trouver des fonds lorsqu'il s'agit de protéger l'intégrité de son territoire. Le rythme de commandes devrait s'intensifier dès le premier semestre 2026.

2026 sera, nous l'espérons, l'année où nos valeurs de logiciels et d'information professionnelle pourront démontrer que fortes de leurs données propriétaires et de leur savoir-faire, l'IA est une opportunité de croissance, de productivité et non une menace. Pour ce faire, nos sociétés doivent être des experts dans leur domaine et subsister à la pointe de l'innovation.

Concernant l'infrastructure IA, comprenant les semi-conducteurs et les data-centers, nous serons sélectifs et continuerons de privilégier les équipements pour semi-conducteurs comme ASML qui devrait connaître une accélération de sa croissance (contraintes de capacités dans les mémoires) et les fournisseurs d'énergie aux data centers comme Siemens Energy. Nous sommes également investis dans la seule société européenne qui est investie dans un champion technologique qui a les ressources pour concurrencer les LLM américains et qui est indétrônable sur le marché chinois, c'est Prosus et sa participation dans Tencent. C'est également une exposition à la technologie sans exposition au dollar ce qui est rare. Plus généralement, nous surveillerons la nature du financement des investissements des « hyperscalers » qui commencent à faire appel à la dette pour financer leur croissance dans les data centers. A notre sens, OpenAI pourrait devenir le nouveau « Too big to fail » à terme compte tenu des engagements d'investissements non financés et le caractère circulaire de l'écosystème OpenAI-Nvidia-Oracle. Nous suivrons le sujet de près.

Quoi qu'il en soit, nous conserverons notre philosophie d'investissement en sélectionnant des sociétés dont la qualité du modèle économique, du management et du bilan est excellente. La qualité nous procure de la visibilité sur la trajectoire de profits futurs. La volatilité des cours de bourse nous offre des opportunités lorsque les cours s'écartent de cette trajectoire. Les cours finissent toujours par suivre les profits. La qualité est notre filet de sécurité, la valeur des profits futurs notre boussole.

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.

Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

AVERTISSEMENT

OBJECTIF DE GESTION

L'objectif du produit est de surperformer l'indice MSCI EMU sur la durée minimale de placement recommandée de cinq (5) ans. L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le style de gestion est discrétionnaire. Les entreprises sont sélectionnées selon une approche ISR dans la zone euro pour la qualité de leurs fondamentaux économiques et pour la qualité de leur responsabilité d'entreprise à travers l'intégration systématique de critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance (ESG) dans l'analyse.

L'INVESTISSEMENT DANS LE FONDS DNCA INVEST SRI EURO QUALITY COMPORTE DES RISQUES ET NOTAMMENT LES RISQUES SUIVANTS :

- Risque en perte de capital
- Risque actions
- Risque lié aux sociétés de petites et moyennes capitalisations
- Risque d'investir sur des titres à revenu fixe
- Risque de crédit
- Risque d'investir dans des instruments dérivés ainsi que des instruments intégrant des dérivés
- Risque de contrepartie
- Risque lié à l'indicateur de performance
- Risque ESG
- Risque de durabilité



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
DNCA Finance Espagne | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004

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.

L'obtention de ce label par l'OPC ne signifie ni que celui-ci réponde à vos propres objectifs en matière de durabilité ni que le label corresponde aux exigences de futures règles nationales ou européennes. Pour plus d'information à ce sujet, voyez le site : www.lelabelisr.fr et www.lelabelisr.fr/comment-investir/fonds-labellises

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

DNCA INVESTMENTS