DNCA INVEST

VALUE EUROPE

Lettre de gestion – T3 2026

PART A EUR - LU0284396016
ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 08/10/2026. DONNÉES AU 30/09/2026. ARTICLE 8 SFDR

BILAN DU TROISIÈME TRIMESTRE 2026

Le troisième trimestre 2026 a confronté les marchés européens à deux forces opposées : l'amélioration des perspectives bénéficiaires des entreprises et un environnement de financement devenu plus contraignant. Après deux mois de légère progression, le recul de septembre a ramené la performance trimestrielle du Stoxx Europe 600 Net Return à −0,72%. La reprise des tensions au Moyen-Orient et les perturbations persistantes des approvisionnements énergétiques ont entretenu les pressions inflationnistes. Le pétrole a de nouveau dépassé les 100 dollars en septembre, tandis que la remontée des rendements obligataires a pesé sur les valorisations.

L'activité économique a néanmoins mieux résisté que ne le laissait craindre ce nouvel épisode de tension. En zone euro, les enquêtes PMI[1] de septembre ont confirmé une expansion de l'activité dans l'industrie et les services, l'indice composite atteignant 53,1, son plus haut niveau depuis près de trois ans et demi. Dans ce contexte de croissance résiliente et d'inflation persistante, la BCE[2] et la Réserve fédérale américaine (Fed) ont toutes deux relevé leurs taux de 25 points de base en septembre : la première a porté son taux de dépôt[3] à 2,50%, tandis que la seconde a relevé la fourchette des Fed funds[4] à 3,75–4,00%. Pour les marchés actions, l'enjeu est désormais de déterminer dans quelle mesure la progression des bénéfices peut compenser le renchérissement du coût du capital.

Les écarts de performance sectorielle sont restés importants. L'énergie et les banques ont figuré parmi les segments les plus solides, soutenus respectivement par la hausse du pétrole et par les perspectives de revenus d'intérêts. À l'inverse, l'immobilier, la construction et plusieurs compartiments de la consommation ont souffert de la remontée des taux et des inquiétudes sur la demande.

La technologie a connu de fortes rotations : la correction des semi-conducteurs en début de trimestre, après leur envolée du premier semestre, a contrasté avec le rebond des logiciels et de certaines sociétés auparavant pénalisées par les craintes liées à l'intelligence artificielle (IA).

PERFORMANCE DU FONDS AU TROISIÈME TRIMESTRE 2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Depuis le début de l'année, la performance du fonds (part A) atteint **+11,11%**[5], contre **+9,52%** pour son indice de référence, le Stoxx Europe 600 Net Return. Au troisième trimestre, le fonds (part A) progresse de **+0,58%**[5] contre **−0,72%** pour son indice de référence. Sur le plan sectoriel, le fonds a bénéficié au troisième trimestre de sa sous-exposition au secteur pharmaceutique. À l'inverse, son exposition aux valeurs liées au trafic aérien, notamment **Fraport** et **Ryanair**, a pesé sur la performance. La correction des titres positivement corrélés au développement de l'intelligence artificielle (IA), au profit de valeurs perçues comme moins favorisées par cette tendance, a également été favorable au portefeuille. La performance absolue du fonds a par ailleurs été soutenue par ses positions dans les banques et le pétrole. Enfin, malgré un contexte politique volatil, notre surpondération de la France n'a pas pénalisé la performance : le recul des titres les plus sensibles au risque politique a été plus que compensé par la sélection de valeurs, notamment **Edenred**, **Capgemini** et **Publicis**.

Edenred, **Azelis** et **Capgemini** constituent les trois principaux contributeurs positifs à la performance du trimestre (contributions brutes de frais) :

[1]Purchasing Managers' Index : indicateur mesurant l'évolution de l'activité économique à partir d'enquêtes menées auprès des entreprises.
[2]Banque centrale européenne.
[3]Taux appliqué aux dépôts des banques auprès de la banque centrale.
[4]Taux directeur de la Réserve fédérale américaine.
[5]Performances annualisées de la part A (LU0284396016) depuis la création (26/06/2008) : +7,36% contre +7,30% pour son indicateur de référence (Stoxx Europe 600 Net Return). Performances au 30/09/2026. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par DNCA FINANCE. Source : DNCA Finance au 30/09/2026.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 30/09/2026 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

- **Edenred** (**+57 bps**[6]) a poursuivi son redressement boursier. Les résultats semestriels, supérieurs aux attentes, ont permis au groupe de relever son objectif annuel d'EBITDA[7]. La progression de l'activité Mobilité, la génération de trésorerie et la réduction de l'endettement témoignent de sa capacité d'adaptation. Nous estimons notamment que les effets négatifs de la nouvelle réglementation brésilienne devraient être moins importants qu'initialement redouté, ce qui contribuerait à réduire l'incertitude pesant sur les perspectives bénéficiaires du groupe.
- **Azelis** (**+49 bps**) a bénéficié d'une amélioration de son activité, avec un retour à la croissance organique au deuxième trimestre après quatre trimestres de contraction. Le redressement a été particulièrement visible dans les Amériques et en Asie-Pacifique, tandis que l'évolution des prix a soutenu la marge brute. Ces premiers signes de reprise confortent notre intérêt pour un modèle de distribution spécialisé dont les difficultés conjoncturelles avaient fortement pesé sur la valorisation. La visibilité reste toutefois limitée.
- **Capgemini** (**+48 bps**) a bénéficié du rebond des valeurs perçues comme les perdantes potentielles de l'intelligence artificielle, après un premier semestre marqué par une forte défiance des investisseurs. L'accélération de la croissance organique au deuxième trimestre, notamment avec le retour à la croissance en France, a également rassuré sur la demande. Nous continuons de considérer que l'adoption de l'intelligence artificielle impose une adaptation du modèle des services informatiques, tout en créant des besoins importants d'intégration, de transformation des systèmes et d'accompagnement des entreprises.

À l'inverse, **Infineon**, **CRH** et **Danone** sont les principaux contributeurs négatifs à la performance du trimestre (contributions brutes de frais) :

- **Infineon** (**-64 bps**), que nous avions allégé au deuxième trimestre pour des raisons de valorisation, a subi la correction des semi-conducteurs, dans un contexte de prises de bénéfices sur les valeurs exposées aux infrastructures d'IA et de remontée des taux. Cet épisode rappelle que des perspectives industrielles favorables peuvent s'accompagner d'une volatilité élevée lorsque les anticipations du marché deviennent exigeantes.
- **CRH** (**-55 bps**) a été pénalisé par la hausse des taux. À cette pression s'ajoutent les incertitudes sur le calendrier et la continuité des plans d'investissement dans les infrastructures aux États-Unis, avec un risque de ralentissement des financements fédéraux. La suspension temporaire des rachats d'actions dans le cadre de l'acquisition d'Arcosa a également retiré un soutien au titre. Après plusieurs années de forte appréciation, cette moindre visibilité a pesé à la fois sur les anticipations de résultats et sur les multiples de valorisation.
- **Danone** (**-44 bps**) a souffert d'une contraction de ses multiples de valorisation, alors même que les estimations de bénéfices à douze mois progressaient sur le trimestre. La remontée des taux a pesé sur la prime accordée aux valeurs défensives[8], tandis que le renchérissement des matières premières agricoles, de l'énergie et des emballages a ravivé les inquiétudes sur les marges futures. Le marché s'est également montré plus prudent face au ralentissement attendu de la nutrition spécialisée en Chine et aux pressions concurrentielles dans les produits laitiers et d'origine végétale aux États-Unis. Malgré une croissance organique de +4,2% au deuxième trimestre, la composante volumes/mix[9], inférieure aux attentes, a alimenté les interrogations sur la capacité du groupe à répercuter les hausses de coûts sans fragiliser la demande.

Contributeurs positifs T3 2026	Contrib.
Edenred	+57 bps
Azelis	+49 bps
Capgemini	+48 bps

Contributeurs négatifs T3 2026	Contrib.
Infineon	-64 bps
CRH	-55 bps
Danone	-44 bps

VIE DU FONDS

Au cours du trimestre, nous avons initié des positions en **BP** et **Alpha Bank**.

Nous avons initié une position en **BP**, dont la valorisation nous semble insuffisamment refléter le potentiel de redressement. Le recentrage sur les activités pétrolières et gazières s'accompagne d'une discipline d'investissement accrue, avec une priorité donnée à la rentabilité des projets et à la génération de trésorerie. Le groupe dispose d'actifs de production à faibles coûts, tandis que les économies structurelles et la simplification du portefeuille offrent des leviers d'amélioration propres à l'entreprise.

[6]Points de base.
[7]Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements.
[8]Entreprises dont l'activité est relativement peu sensible au cycle économique.
[9]Evolution des ventes, liée aux quantités vendues et à la composition des ventes.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 30/09/2026 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

Les cessions doivent également accélérer le désendettement et renforcer sa flexibilité financière. Nous estimons que l'exécution de cette stratégie pourrait progressivement réduire la décote vis-à-vis des autres grandes compagnies pétrolières intégrées. La progression attendue des flux de trésorerie disponibles[10] et la politique de dividende constituent des éléments supplémentaires d'attractivité.

Nous avons également initié une position en **Alpha Bank**, qui combine un potentiel d'amélioration de sa rentabilité et une valorisation encore décotée par rapport aux banques européennes. L'assainissement du bilan réalisé ces dernières années permet au groupe de mieux tirer parti de la croissance du crédit en Grèce, soutenue par l'investissement des entreprises et le déploiement des financements européens. Parallèlement, le développement de la gestion d'actifs, des paiements et de la banque d'investissement diversifie les revenus et réduit leur dépendance à la marge d'intérêt. Le partenariat avec UniCredit renforce cette dynamique en élargissant l'offre de produits et l'accès à une clientèle internationale. L'amélioration de l'efficacité opérationnelle et la génération de capital devraient soutenir à la fois la croissance et une augmentation des distributions aux actionnaires. Ce potentiel nous paraît encore imparfaitement intégré dans la valorisation, alors que l'écart de rentabilité avec les autres banques européennes pourrait continuer de se réduire.

Nous avons également renforcé **Leonardo**, **Enel** et **Fraport**. **Leonardo** conserve une place privilégiée dans notre exposition aux investissements européens de défense, grâce à la diversité de ses compétences industrielles. **Enel** associe une exposition aux besoins d'électrification à des activités offrant une bonne visibilité. Le renforcement de **Fraport** traduit notre volonté de regarder au-delà des difficultés immédiates du trafic à Francfort : la croissance des aéroports internationaux et la mise en exploitation du nouveau terminal, dont la mise en service devrait s'accompagner d'une inflexion de la génération de trésorerie.

Nous avons, en parallèle, cédé **Ayvens** afin de réduire notre exposition au risque français, dans un contexte de tensions budgétaires et politiques persistantes. Nous avons allégé **CaixaBank** pour des raisons de valorisation et pris une partie de nos bénéfices sur **Edenred** après son beau parcours. Ces arbitrages reflètent une même exigence : réévaluer régulièrement le potentiel restant de chaque position au regard des risques et des autres opportunités disponibles.

PERSPECTIVES

Pour les prochains mois, nous conservons une vue prudemment optimiste. La résistance de l'activité et la tenue des résultats constituent des soutiens importants.

Les entreprises abordent cette période avec des marges et des bilans globalement plus solides que lors de plusieurs cycles précédents.

Le refinancement de leur dette s'effectue progressivement, ce qui leur laisse du temps pour adapter leurs investissements et leurs coûts.

La remontée des taux ne conduit donc pas, à elle seule, à remettre en cause notre scénario mais impose une vigilance renforcée. Une hausse accompagnant une progression de l'activité et des bénéfices peut être absorbée mais un durcissement provoqué par une nouvelle flambée énergétique ou une défiance envers les finances publiques serait plus pénalisant.

Nous continuons par ailleurs d'identifier des perspectives favorables liées aux investissements européens dans la défense, les réseaux électriques et les infrastructures. Nous apprécions la visibilité que ces investissements apportent aux carnets de commandes et à l'activité des entreprises concernées sur plusieurs années. En Allemagne, l'amélioration des enquêtes industrielles et les capacités de soutien budgétaire renforcent cette perspective.

Enfin, les rotations du trimestre confortent notre approche de l'intelligence artificielle, qui privilégie les valeurs perçues, selon nous à tort, comme les perdantes de cette transformation et offrant de ce fait des valorisations attractives. La croissance des usages se précise, mais elle ne permet pas encore de conclure uniformément sur le rendement des capitaux investis. Symétriquement, certaines entreprises considérées comme menacées montrent qu'elles peuvent adapter leur offre et maintenir une bonne dynamique commerciale.

Face aux incertitudes politiques et budgétaires françaises avant les échéances électorales de 2027, nous avons progressivement réduit notre exposition au pays depuis le début de l'année, dans une logique de gestion du risque. Nous avons cédé **Sopra Steria** au premier semestre, davantage exposé au marché français que **Capgemini**, puis **Ayvens** au cours de l'été, compte tenu de son profil cyclique et de sa sensibilité aux taux. Au troisième trimestre, nous avons également allégé à la marge **BNP Paribas** et **Société Générale**, ainsi qu'**Edenred** après son beau parcours. Notre exposition française repose principalement sur des groupes internationaux dont la diversification géographique limite la dépendance à la conjoncture domestique.

La persistance des risques énergétiques, budgétaires et monétaires nous conduit à rester exigeants sur les prix d'achat et la solidité financière des entreprises. Nous cherchons à conserver un portefeuille diversifié, associant des sociétés bénéficiant d'investissements de long terme, des situations de redressement et des activités génératrices de trésorerie.

[10]Trésorerie générée après financement des dépenses d'exploitation et d'investissement.
Les sociétés mentionnées sont au portefeuille au 30/09/2026 et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

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
DNCA Finance Espagne | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004 |
DNCA Finance Belgique | Rue Montoyer 14, 1000 Bruxelles |

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

DNCA INVESTMENTS