DNCA INVEST

VALUE EUROPE

Lettre de gestion – T3 2025

ACHEVE DE REDIGER LE 13/10/2025. DONNEES AU 30/09/2025. ARTICLE 8 SFDR

BILAN DU TROISIEME TRIMESTRE 2025

Les marchés actions européens terminent le troisième trimestre en hausse de 3.5%, soutenus par la signature d'accords douaniers entre les États-Unis, l'Union européenne et le Royaume-Uni, la baisse des taux directeurs de la Fed[1] et une solide saison de publications semestrielles. Sur le plan géopolitique, le trimestre s'achève sur une intensification des provocations russes à l'égard de l'OTAN, tandis qu'une paix durable en Ukraine demeure peu probable à court terme, malgré des rumeurs de cessez-le-feu début août. En France, le retour du risque politique, illustré par la chute du gouvernement Bayrou et les difficultés de M. Lecornu à former un nouvel exécutif, a également pesé sur la confiance des investisseurs.

Sur le plan sectoriel, les matières premières (+17%) profitent de la hausse de l'or, actif refuge, dans un environnement incertain, tandis que les banques (+14%) bénéficient d'une bonne saison de résultats et en particulier d'une courbe des taux plus favorable soutenant leurs marges d'intérêt. À l'inverse, la chimie (-3,5%) souffre d'une demande atone et d'une concurrence accrue des exportations chinoises. Le secteur des médias (-10%) pâtit du ralentissement des dépenses publicitaires et du risque de disruption lié à l'essor de la GenAI.

Le fonds a tiré profit d'une bonne sélection dans le secteur bancaire (Caixabank +22%, Commerzbank +20%, Société Générale +16%), mais a souffert de son exposition aux valeurs françaises dans un environnement politique instable. Depuis le début de l'année (au 30/09/2025), le fonds (part A) progresse de **16,48%[2],** contre **12,55%** pour son indicateur de référence, le **STOXX EUROPE 600 Net Return**.

PRINCIPAUX CONTRIBUTEURS

- **ANGLO AMERICAN (+66 BPS)** a annoncé un projet de fusion avec Teck Resources, qui ferait de l'ensemble un acteur de référence du cuivre (75 % du chiffre d'affaires du nouveau groupe) et pourrait soutenir une revalorisation du multiple. La proximité géographique des mines au Chili renforce la logique industrielle de l'opération, dont les synergies sont estimées à 800 M$ par an.
- **CRH (+64 BPS)** a publié des résultats semestriels robustes, salués pour leur maîtrise des coûts et la dynamique des prix. Le groupe a relevé le bas de sa fourchette d'EBITDA 2025 et présenté lors de son CMD des objectifs 2030 ambitieux : croissance annuelle du chiffre d'affaires entre 7 % et 9 %, marge d'EBITDA entre 22 % et 24 % (vs 20 % en 2024) et 40 Mds$ de flexibilité financière, dont 12 Mds$ destinés aux actionnaires. Le titre reste décoté par rapport à ses comparables américains, Vulcan Materials et Martin Marietta (12x EV/EBITDA[3] contre 17x).
- **SOCIETE GENERALE (+42 BPS)** a annoncé un nouveau programme de rachat d'actions de 1 Md€, accompagné d'un relèvement de ses guidances annuelles (ROTE[4] à ~9 % vs >8 % précédemment, coefficient d'exploitation <65 % vs <66 %).

PRINCIPAUX DETRACTEURS

- **EDENRED (-54 BPS)** continue de pâtir du risque réglementaire, notamment en France, où la presse évoque un projet de prélèvement social de 8 % sur les avantages aux salariés dans le cadre du budget 2026. Cette incertitude s'ajoute à l'ouverture d'une enquête pour pratiques anticoncurrentielles en Turquie. Malgré un manque de visibilité sur les conséquences des changements de règlementation au

[1] Federal Reserve System correspond à la banque centrale américaine.

[2] Performances annualisées de la part A (LU0284396016) depuis la création (26/06/2008) : +6.79% contre 6.78% pour son indicateur de référence (STOXX EUROPE 600 Net Return). Performances au 30/09/2025. 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 30/09/2025. Valeurs en portefeuille au 30/09/2025 et susceptibles d'évoluer dans le temps.

[3] Enterprise Value sur EBITDA : évalue une entreprise en comparant sa valeur totale à ses résultats opérationnels avant amortissements.

[4] Return on Tangible Equity : rendement des fonds propres tangibles. Il s'agit d'un indicateur de rentabilité qui mesure la capacité d'une entreprise à générer du profit à partir de ses capitaux propres hors actifs incorporels.

Brésil et en France, nous estimons que le titre est attractif car il se traite à des niveaux qui valorisent quasi-nullement l'activité de titres-restaurants (40 % du CA).

- **SOPRA STERIA (-43 BPS)** souffre d'un environnement macro et politique dégradé en France et au Royaume-Uni. De plus, les investisseurs perçoivent le groupe comme un potentiel perdant de la révolution GenAI.
- **CAPGEMINI (-28 BPS)** fait face à une demande atone et à la même perception vis-à-vis de GenAI. L'annonce du rachat de WNS (services digitaux de gestion des processus métiers) pour 3,3 Mds$ a également été fraîchement accueillie.

Contributeurs positifs S3 2025	Contrib.
Anglo American	+66 bp
CRH	+64 bp
Société Genarale	+42 bp

Contributeurs négatifs S3 2025	Contrib.
Edenred	-54 bp
Sopra Steria	-43 bp
Capgemini	-28 bp

VIE DU FONDS

Au cours du trimestre, nous avons initié une position sur **Azelis**, l'un des leaders de la distribution de produits de chimie de spécialité. Malgré un contexte de demande en repli et une compression des marges, la valorisation du titre (12x P/E[5] NTM, contre 18x en moyenne depuis l'IPO) offre selon nous une opportunité. Le groupe dispose de solides barrières à l'entrée et est bien positionné pour gagner des parts de marché grâce à son positionnement global et ses capacités techniques sur la reformulation. Nous estimons qu'Azelis peut renouer avec une croissance annuelle du chiffre d'affaires de +4 %, tout en améliorant ses marges grâce à un mix produit plus rentable. Sa forte génération de cash devrait par ailleurs accélérer le désendettement et permettre des opérations de croissance externe ciblées au sein d'une industrie très fragmentée.

Nous avons également renforcé **SSE** (position initiée au premier semestre) et **Publicis**, dont la valorisation (10,5x P/E 2026) nous semble injustement pénalisée. Publicis affiche des fondamentaux attractifs — croissance annuelle de 5 % et marge de 18 %, nettement supérieure à celle de ses pairs — et les nombreux gains de contrats de Publicis valident selon nous qu'elle est l'agence la mieux positionné à moyen terme alors que WPP doit faire face à une restructuration profonde et que Omnicom/Interpublic sont focalisés sur leur rapprochement. À l'inverse, nous avons allégé **Nexans** et **Commerzbank**, après de solides parcours boursiers, pour des raisons de valorisation.

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 septembre 2025, la valorisation du fonds s'élève à 13.5x P/E 2026, contre 15.9x pour l'indice STOXX Europe 600. Le portefeuille affiche des fondamentaux de croissance solides (+14.5% de croissance des BPA[6] en 2026, contre +11.7% attendus pour le marché) et des bilans sensiblement plus robustes que dans les cycles précédents (à 1.6x DN/EBITDA[7]).

L'exposition aux valeurs françaises s'élève à 32 %, mais reste limitée en termes de revenus : seules cinq sociétés du portefeuille (soit 10 % des actifs) réalisent plus de 20 % de leur chiffre d'affaires en France. Les secteurs les plus sensibles au risque politique demeurent les financières (Société Générale, BNP Paribas, Ayvens), les utilities (Veolia) et la construction (Saint-Gobain), ainsi que certaines valeurs technologiques et de services (Edenred, Sopra Steria). Le fonds n'est exposé à aucune société d'infrastructure française. Nous avons maintenu nos positions sur nos valeurs françaises, car malgré la volatilité à court terme, les baisses observées semblent davantage liées au sentiment de marché qu'à une dégradation réelle des fondamentaux. Les potentiels de revalorisation demeurent significatifs.

[5] Price/Earnings : rapport entre le prix de l'action et les bénéfices de l'entreprise.
[6] Bénéfice par Action : mesure combien de bénéfices une entreprise génère pour chaque action en circulation. Les données financières présentées dans ce document sont fournies à titre indicatif et sont basées sur les consensus de marché disponibles à la date de rédaction du document. Ces données reposent sur des hypothèses de marché actuelles et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne constituent pas une garantie de performance future. Informations non contractuelles pouvant évoluer dans le temps.
[7] Dette Nette / EBITDA : le rapport dette nette / excédent brut d'exploitation. Il permet d'estimer le levier financier d'une société.
Valeurs en portefeuille au 30/09/2025 et susceptibles d'évoluer dans le temps.

Le fonds clôture le semestre avec un positionnement globalement équilibré entre valeurs cycliques[8] et défensives[9]. De notre sélection de titres ressort cinq grandes catégories :

- Les entreprises en repositionnement stratégique et transformation : 22% (Burberry, Fraport, Danone).
- Les entreprises bénéficiant de mégatendances structurelles : 24% (Nexans, CRH, SBM Offshore).
- Les ''compounders[10]'' à faible valorisation : 16% (Informa, ISS, Publicis).
- Les entreprises offrant d'importants retour aux actionnaires grâce à une génération de trésorerie stable et visible : 22% (Total, Deutsche Telekom, Enel).
- Les financières : 16% (Société Générale, Intesa Sanpaolo, ASR Nederland).

PERSPECTIVES

La guerre commerciale semble écartée, mais les nouveaux droits de douane resteront un frein à la croissance mondiale. Dans ce contexte complexe, notre approche demeure sélective et disciplinée en termes de valorisation, centrée sur les entreprises disposant de fondamentaux solides, d'un pouvoir de fixation des prix et de catalyseurs pour un rebond opérationnel.

La France, de son côté, reste empêtrée dans son immobilisme, incapable de trouver un consensus politique pour réduire de manière structurelle le niveau de sa dette. Il convient donc de surveiller attentivement la politique française car une issue favorable pourrait toutefois offrir des points d'entrée attractifs sur certaines valeurs injustement délaissées.

Le portefeuille est positionné pour bénéficier des tendances structurelles porteuses en Europe, telles que l'amélioration de la compétitivité industrielle, les plans de relance sectoriels, ainsi qu'une politique monétaire plus accommodante de la BCE[11]. L'Allemagne, confrontée à une transformation profonde de son modèle économique, pourrait redevenir un moteur clé de croissance, en réorientant sa stratégie d'un modèle exportateur vers une croissance plus domestique et industrielle. Dans ce cadre, une réallocation du capital vers le tissu productif européen semble s'opérer, marquant le passage d'un modèle tiré par la demande à une croissance davantage axée sur l'offre.

Par ailleurs, le contexte géopolitique pousse l'Europe à davantage d'autonomie stratégique, notamment dans les domaines de l'énergie, de la défense et des infrastructures, trois secteurs dont les budgets sont appelés à croître. Un éventuel cessez-le-feu en Ukraine pourrait par ailleurs ouvrir la voie à un vaste programme de reconstruction, profitable à plusieurs segments industriels européens tel que les matériaux, le construction et l'ingénierie. En Allemagne, les réformes structurelles offrent également des perspectives prometteuses pour des secteurs tels que la chimie ou la métallurgie. Ces ambitions de renouveau industriel nécessitent un accès accru au financement. Pour cela, le renforcement des institutions financières européennes apparaît essentiel.

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.

[8] Actions sensibles à l'économie, qui montent ou baissent avec les cycles économiques.
[9] Actions d'entreprises stables peu affectées par les crises.
[10] Entreprises qui font croître régulièrement leurs bénéfices et leur valeur sur le long terme.
[11] Banque centrale européenne.

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 de clients professionnels uniquement et ne doit en aucun cas être diffusé à 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