



**RAPPORT**

**ANNUEL**

**2011**

**ACTI21NS**





*Avec les contribution des analystes financiers*



**Pierre Chédeville** - *CM-CIC Securities - Secteur Banques*  
Pierre Chédeville est auditeur et analyste financier du secteur bancaire depuis 17 ans.  
Il est analyste chez CM-CIC Securities depuis 2006.



**Jacques de Greling** - *Natixis - Secteur Telecoms*  
Jacques de Greling est analyste financier depuis 20 ans.  
Il est en charge du secteur Télécoms chez Natixis depuis 2000.



**Christian Guyot** - *Tradition Securities - Secteur Distribution*  
Christian Guyot est analyste financier depuis 33 ans.  
Il est analyste chez Tradition Securities depuis 2004.



**Bertrand Hodée** - *Kepler Capital Markets - Secteur Pétrole&Gaz*  
Bertrand Hodée est expert du secteur depuis 10 ans.  
Il est analyste chez Kepler Capital Markets depuis 2004.



**John Honoré** - *Société Générale - Secteur Utilities*  
John Honoré est analyste financier du secteur Utilities depuis 18 ans.  
Il est analyste chez Société Générale depuis 2005.





## GESTION 21

*GESTION 21 a obtenu son agrément en juillet 2007.*

*Les fonds ACTIONS 21 et IMMOBILIER 21 ont été lancés le 27 novembre 2007.*

*L'équipe se compose de quatre gérants et d'un RCCI.*

Daniel Tondou  
ACTIONS 21



Pierre Pougnet  
ACTIONS 21

Laurent Gauville  
IMMOBILIER 21

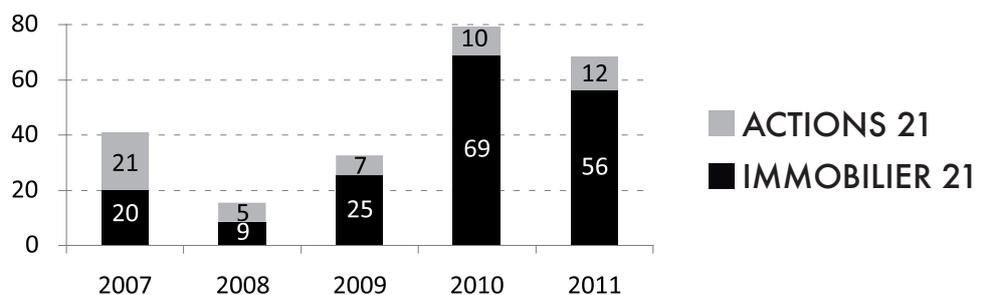


Guillaume Morin  
IMMOBILIER 21

Bruno Rambaud  
RCCI



Actifs gérés (M€)





**RÉSUMÉ DE L'ANNÉE** page 7

**PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE DU FONDS** page 9

**Une gestion récompensée** page 10

**Performance du fonds** page 11

**Un fonds bien classé sur toutes les périodes** page 14

**Une surperformance régulière** page 16

**DEUXIÈME PARTIE : BILAN ET PERSPECTIVES** page 17

**Que retenir de 2011 ?** page 18

**Quel impact sur les flux de capitaux ?** page 21

**Quel impact sur la performance boursière ?** page 22

**Comment investir en 2012 ?** page 26

**Opinions des analystes financiers** page 36

*Pierre Chédeville - Banques*

*Jacques De Greling - Télécoms*

*Christian Guyot - Distribution*

*Bertrand Hodée - Pétrole et Gaz*

*John Honoré - Utilities*

**TROISIÈME PARTIE : GESTION DU FONDS** page 46

**Le passif du fonds** page 47

**Le portefeuille** page 48

**Comptes annuels du fonds sur demande dès disponibilité**





## RÉSUMÉ DE L'ANNÉE

### **MACRO : Faible visibilité**

Interrogation sur la dette, la gouvernance de la Zone Euro et la croissance

### **MARCHÉS : Baisse des indices**

Des marchés impactés par les craintes sur les dettes souveraines

CAC 40 : -17%

CAC 40 div. réinvestis : -14%

### **ACTIONS 21**

Performance : -15%

Surperformance : -1%

Classement 2011 : 69<sup>ème</sup> sur 149

Classement 3 ans : 23<sup>ème</sup> sur 140

### **Valorisation des actions au 30/12/2011 (\*moyenne 10 ans)**

PE 2011e : 9,7x (13,6x)\*

VE/EBIT 2011e : 8,8x (10,0x)\*

VE/CA 2011e : 1,27x (1,14x)\*

Rendement div. 2011e : 4,6% (3,2%)\*

Prime de risque 2011e : 7,1% (4,0%)\*

*Classement Europerformance, catégorie Action françaises – général  
 (chiffre retraité des fonds possédant plusieurs catégories de parts)*





## **PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE DU FONDS**

**Une gestion récompensée**

**Performance du fonds**

**Un fonds bien classé sur toutes les périodes**

**Une surperformance régulière**

## Une gestion récompensée



**Note globale**  
**Note 3 ans**



**Note globale**  
**Note 3 ans**



**Note sur 100**  
**Note**  
**Classement 3 ans**



**Performance absolue**  
**Performance régulière**  
**Préservation du capital**



**Classement 3 ans**  
**Classement gérant 3 ans**  
**Note du gérant 3 ans**

**26<sup>ème</sup> sur 174**  
**21<sup>ème</sup> sur 102**  
**A**

### Nomination de GESTION 21 aux Tremplins de la gestion 2011 (MorningStar)



Créés en 2007, les Tremplins ont pour vocation de mettre en avant la capacité d'innovation et de création de l'industrie de la gestion d'actifs en France en récompensant les jeunes sociétés de gestion les plus dynamiques.

Source : Citywire, Europerformance, Lipper, MorningStar, Quantalys, GESTION 21

## Performance du fonds

"Le fonds **ACTIONS 21** a réalisé en 2011 une performance de -15%, soit une surperformance de -1% par rapport à son indice de référence, le CAC 40 dividendes réinvestis. Le fonds **ACTIONS 21** s'est classé 69ème sur 149\*"

	2011
ACTIONS 21 (part I)	-15%
CAC 40 div. réinvestis	-14%
<b>Surperformance</b>	<b>-1%</b>

	2011
ACTIONS 21 (part I)	-15%
CAC 40	-17%
<b>Surperformance</b>	<b>+2%</b>

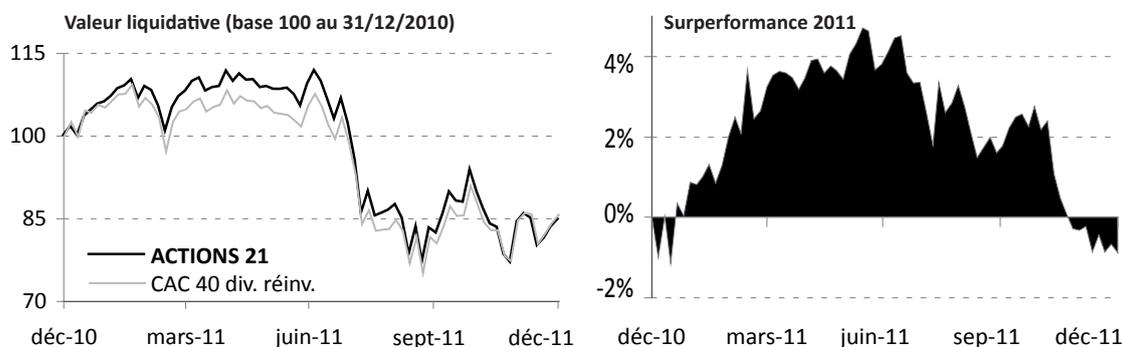
Classement 2011*	
ACTIONS 21	69ème sur 149

\*Classement Europerformance, catégorie Actions françaises - général (chiffres retraités des fonds possédant plusieurs catégories de parts)

"Un premier semestre meilleur que le deuxième, tant en performance absolue qu'en surperformance"

	S1	S2	2011
ACTIONS 21 (part I)	+11%	-23%	-15%
CAC 40 div.	+7%	-20%	-14%
Surperformance	+4%	-4%	-1%

### Valeur liquidative (base 100 au 31/12/2010) et surperformance 2011



Source : Euronext, Europerformance, GESTION 21

### Contributeurs à la surperformance 2011

Valeurs en portefeuille ou surpondérées en 2011			
Contributeurs positifs		Contributeurs négatifs	
Outremer Télécom	+3,1%	Alstom	-2,1%
Sopra	+1,3%	Séchilienne	-1,6%
Akka	+1,2%	ArcelorMittal	-0,8%
Maurel et Prom	+0,7%	Ipsos	-0,8%
Neurones	+0,6%	Stéria	-0,7%

Valeurs absentes ou sous-pondérées en 2011			
Contributeurs positifs		Contributeurs négatifs	
Société Générale	+1,1%	Sanofi	-2,4%
Véolia Environnement	+0,5%	LVMH	-1,0%
Carrefour	+0,5%	Air Liquide	-0,7%
BNP Paribas	+0,4%	EADS	-0,7%
Crédit Agricole	+0,3%	Danone	-0,6%

### Répartition de la surperformance 2011

Capitalisation	Pondération dans le fonds	Surperformance 2011
> 2Md€	64%	-4,5%
0,5 à 2Md€	18%	-0,2%
< 0,5Md€	15%	+3,4%
Trésorerie	4%	+0,5%

Pondération au 30/12/2011

**TOTAL -0,9%**



#### Remarque

L'année 2011 se caractérise par la bonne performance relative de Total (-0%) et Sanofi (+19%), qui représentent un poids respectif de 14% et 11% du CAC 40 au 30/12/2011.

En limitant à 10% le poids de ces deux valeurs (maximum autorisé pour les OPCVM) la performance du CAC 40 devrait être amputée de -0,7% en 2011.

Source : Euronext, GESTION 21



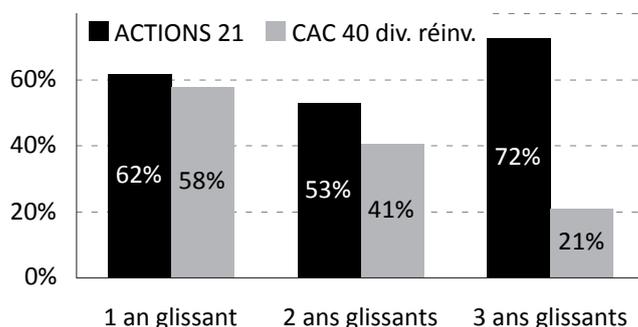
### Historique de performance d'ACTIONS 21

	ACTIONS 21	CAC 40 div. réinvestis	Surperformance	Classement*
2008	-43%	-40%	-3%	114ème sur 161
2009	+34%	+28%	+7%	25ème sur 157
2010	+9%	-0%	+9%	42ème sur 155
2011	-15%	-14%	-1%	69ème sur 149

	ACTIONS 21	CAC 40 div. réinvestis	Surperformance	Classement*
1 an	-15%	-14%	-1%	69ème sur 149
3 ans	+24%	+9%	+15%	23ème sur 140

\*Classement Europerformance, catégorie Actions françaises - général (chiffres retraités des fonds possédant plusieurs catégories de parts)

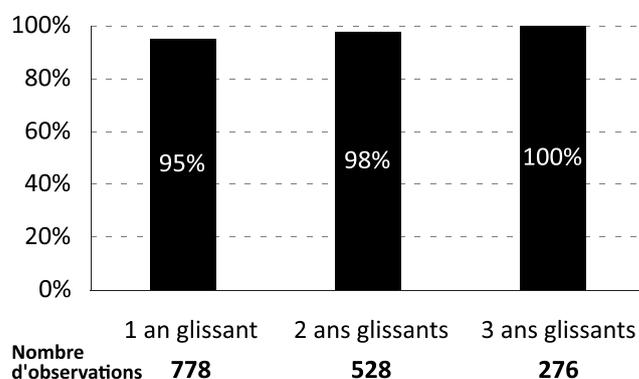
### Fréquence de gain (performance absolue positive)



"Depuis la création du fonds en 2007 et quelque soit la date d'investissement, une souscription à ACTIONS 21 pour une durée d'un an a présenté une fréquence de gain de 62% (481 fois sur 778 observations)".



### Fréquence de surperformance (performance relative positive)



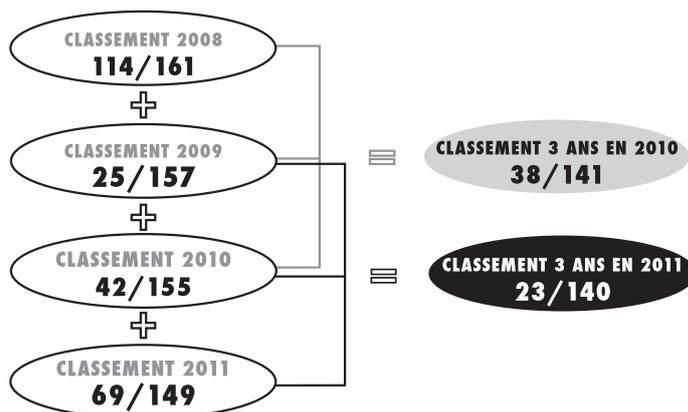
"Depuis la création du fonds en 2007 et quelque soit la date d'investissement, une souscription à ACTIONS 21 pour une durée d'un an a présenté une fréquence de surperformance de 95% (739 fois sur 778 observations)".

Source : Euronext, Europerformance, GESTION 21

## Un fonds bien classé sur toutes les périodes

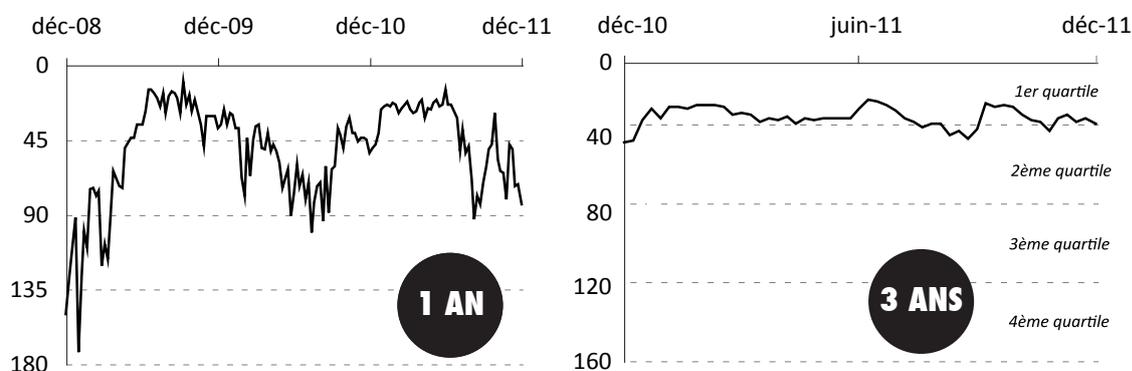


### Bons classements annuels = Très bon classement 3 ans



\*Classement Europerformance, catégorie Actions françaises - général (chiffres retraités des fonds possédant plusieurs catégories de parts)

## Classement Europerformance d' ACTIONS 21 sur 1 an et 3 ans glissants



### Performance et classement

La performance publiée par une société peut toujours être sujet à discussion selon les trois éléments suivants :

- Dates retenues pour le calcul
- Choix de l'indice de comparaison
- Indice dividendes réinvestis ou non

L'analyse du classement d'un fonds dans sa catégorie permet de répondre à ces 3 éléments.

Ainsi le rang sur une période glissante, nous semble un très bon indicateur d'évaluation et de comparaison de la performance.

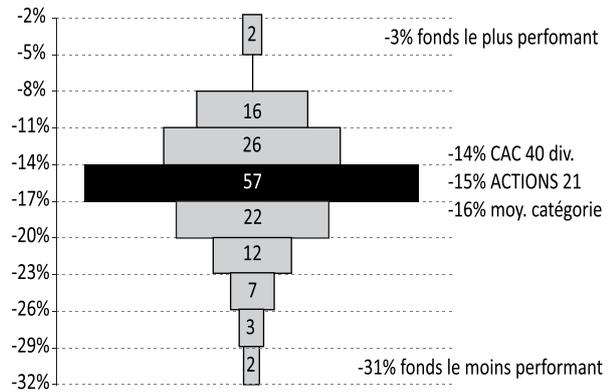
Source : Europerformance, GESTION 21



**Comparaison par rapport à un panel de fonds et répartition des fonds actions France**

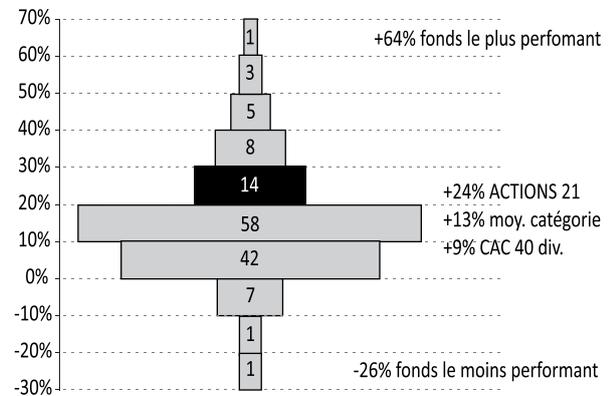
**2011**

Fonds	Performance 2011
Mandarine Opportunités I	-10%
Axa France Actions C	-12%
Centifolia C	-13%
CAC 40 dividendes réinvestis	-14%
Richelieu France	-15%
<b>ACTIONS 21 I</b>	<b>-15%</b>
Moneta Multi Caps A	-16%
Tricolore Rendement I	-16%
Sycomore FranceCap I	-16%
La Sicav des Analystes IC	-18%
Agressor PEA	-19%
Ulysse C	-23%
Métropole France	-25%



**3 ANS**

Fonds	Performance 3 ans
Ulysse C	+54%
Agressor PEA	+52%
Mandarine Opportunités I	+34%
<b>ACTIONS 21 I</b>	<b>+24%</b>
Moneta Multi Caps A	+22%
Métropole France	+21%
Sycomore FranceCap I	+21%
La Sicav des Analystes IC	+20%
Axa France Actions C	+15%
Richelieu France	+10%
Centifolia C	+10%
CAC 40 dividendes réinvestis	+9%
Tricolore Rendement I	+4%

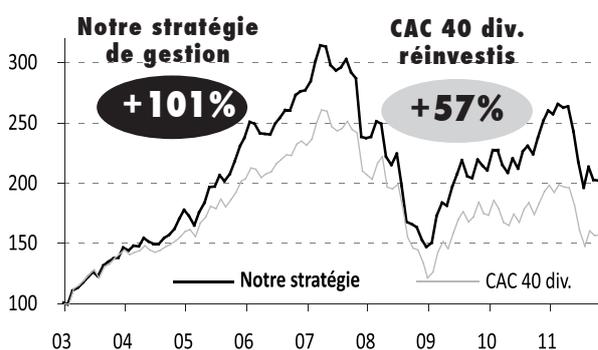


\*Classement Europerformance, catégorie Actions françaises - général (chiffres retraités des fonds possédant plusieurs catégories de parts)

Source : Euronext, Europerformance, GESTION 21

## Une surperformance régulière

"Depuis mars 2003, notre stratégie de gestion a réalisé une performance annualisée de +8.2%, alors que l'indice de référence CAC 40 dividendes réinvestis a réalisé une performance de +5.3% par an ; soit une surperformance moyenne de +3.0 % par an".



Année	Notre stratégie de gestion	CAC 40 div.	Surperformance
2003	+37%	+38%	-1%
2004	+18%	+10%	+8%
2005	+35%	+27%	+8%
2006	+25%	+21%	+5%
2007**	+5%	+4%	+1%
2008	-43%	-40%	-3%
2009	+34%	+28%	+7%
2010	+9%	-0%	+9%
2011	-15%	-14%	-1%

\*\* cf. période 2 indiquée ci-dessus

\*La performance annualisée ainsi que le track record ont été calculés comme suit :

- **Période 1 (49 mois)** : La performance du fonds « La Sicav des Analystes » de mars 2003 à mars 2007 période durant laquelle Daniel Tondu était le gérant
- **Période 2 (8 mois)** : La performance du CAC 40 dividendes réinvestis d'avril 2007 au 27/11/2007, période durant laquelle Daniel Tondu n'a pas géré de fonds, induit une partie de simulation de performance passée au sens de l'AMF
- **Période 3 (49 mois)** : La performance du fonds « ACTIONS 21 » du 27/11/2007 au 31/12/2011

**Surperformance annualisée**

**+3%**



**Performance annualisée\* de +8.2% sur 9 ans**

Notre stratégie de gestion

**+8,2%**

"Historiquement, l'écart de performance entre le fonds et le CAC 40 est faible lors des années de sous performance".

CAC 40 div. réinvestis

**+5,3%**

"Au contraire, lors des années de surperformance l'écart en faveur du fonds est significatif".



**6 années de surperformance sur 9**

Source : Euronext, GESTION 21



## DEUXIÈME PARTIE : BILAN ET PERSPECTIVES

Que retenir de 2011 ?

Quel impact sur les flux de capitaux ?

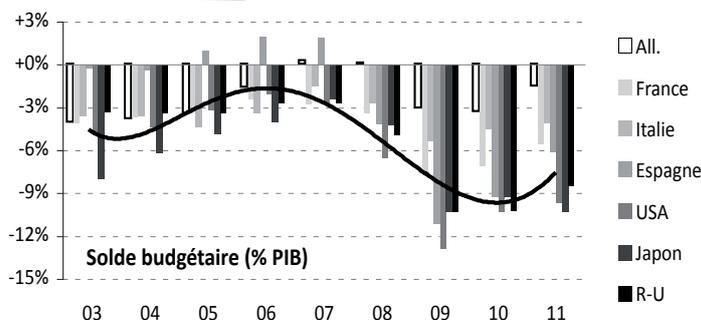
Quel impact sur la performance boursière ?

Comment investir en 2012 ?

## Que retenir de 2011 ?

### Les Etats découvrent qu'ils sont cotés en bourse

"Avec des budgets structurellement en déficit depuis de nombreuses années les dettes publiques se sont accumulées au point de faire douter d'une capacité à les rembourser".

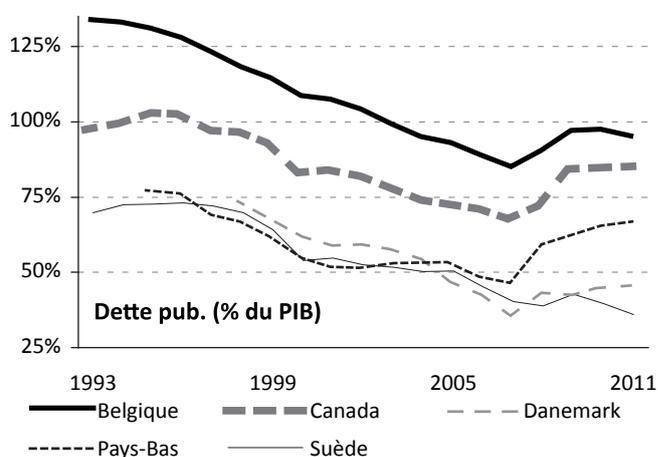


### Situation générale des grands pays développés, une dette élevée

2011e	All.	France	Italie	Espagne	USA	Japon	R-U
PIB (Md€)	2 575	1 984	1 589	1 087	11 588	4 626	1 846
Variation PIB (prix constant)	+3,0%	+1,5%	+0,6%	+0,8%	+1,5%	-0,5%	+1,1%
Dettes publiques (Md€)	2 119	1 720	1 924	733	11 594	10 783	1 491
% PIB	83%	87%	121%	67%	100%	233%	81%
Solde budgétaire (Md€)	-40	-110	-64	-67	-1 118	-477	-156
% PIB	-1,5%	-5,5%	-4,0%	-6,1%	-9,6%	-10,3%	-8,5%

"Les marchés financiers ont sonné le rappel au cours de l'été et les taux d'emprunts d'Etat sur le marché, qui matérialisent la confiance des marchés envers les dirigeants publics, se sont brutalement détériorés pour plusieurs pays.

Les Etats ont semblé découvrir ce baromètre permanent de l'action publique. Passé l'effet de surprise, les prochaines années vont être consacrées à la réduction du poids des dettes publiques".



### Notre opinion :

"Il est possible d'améliorer la situation des finances publiques et de réduire le poids de la dette, à l'exemple de plusieurs pays qui ont réussi à le faire depuis 20 ans".

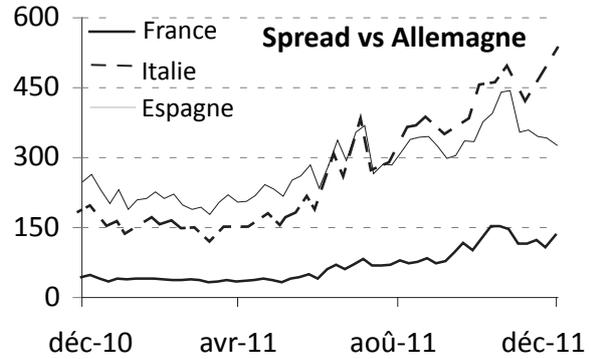
Source : FMI, GESTION 21



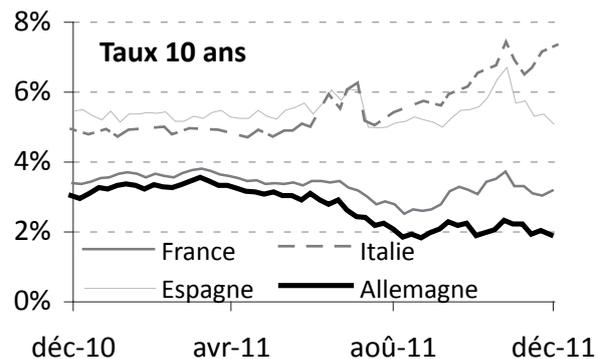
**Les spread de taux retrouvent les niveaux constatés avant la création de l'euro en 1990-95**

"Longtemps épargnés, les pays cœurs de la Zone Euro ont vu la défiance envers leur dette s'accroître au cours de l'année 2011.

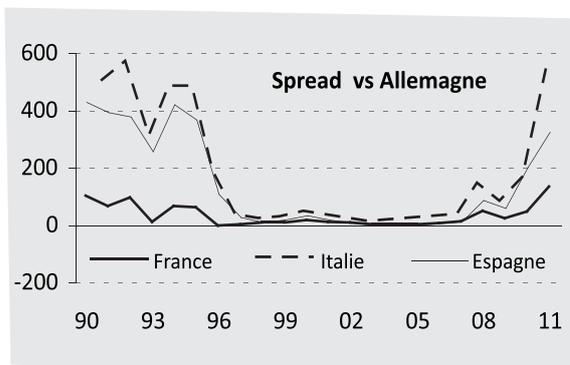
Les spreads par rapport au taux 10 ans allemands ont ainsi atteint des niveaux jamais vu depuis la mise en place de la monnaie unique...".



	Déc. 2010	Déc. 2011	Variation
Allemagne	3,0%	1,8%	-113bp
France	3,4%	3,2%	-21bp
Italie	4,8%	7,1%	+229bp
Espagne	5,5%	5,1%	-36bp



"... Mais ces niveaux de spreads sont similaires à ceux constatés pour ces mêmes pays avant la mise en place de la monnaie unique (1990-1995)".



Spread vs Allemagne	France	Espagne	Italie
Moyenne 1990-95	65	374	470
Moyenne 1996-07	4	21	38
Spread 2011	132	326	528

Durée avant que le gain de la période 1996-07 soit nul*	France	Espagne	Italie
	6 ans	13 ans	10 ans

\*Hypothèse de dette stable sur la période

Source : Bloomberg, Trading Economics, GESTION 21

## La réponse des Etats face à la crise de la dette

*"Face à la crise les dirigeants européens ont hésité sur la bonne réponse, comme en témoigne la décision d'organiser un défaut partiel de la Grèce (juillet 2011), très vite regretté vu l'effet de contagion aux autres pays en difficulté dans les semaines qui ont suivi (Espagne, Italie, Portugal).*

*La répétition des réunions des chefs d'Etat depuis 2010 démontre l'inadaptation des structures en place".*

Chronologie des sommets et décisions prises depuis 2010 :

Sommets	Décisions
15/03/2010 Réunion des ministres des finances	Accord de principe sur une aide à la Grèce
23/04/2010	La Grèce demande l'application du plan d'aide de l'UE et du FMI
03/05/2010 Réunion du G20	Accord entre la Zone Euro et le FMI sur un plan d'aide à la Grèce (110Md€) Création du Fonds Européen de Stabilité Financière (garantie jusqu'à 750Md€)
28/11/2010	Plan de sauvetage de l'Irlande de 85Md€ en échange de mesures d'austérité
11/03/2010 Conseil d'Etat Européen	Création du pacte pour l'Euro Accord de modification du FESF Création du Mécanisme Européen de Stabilité (MES)
5/05/2011	Plan de sauvetage du Portugal (78Md€) cofinancé par l'UE et le FMI
19/06/2011 Réunion des ministres des finances	Réunion sans accord à la clé
11/07/2011 Réunion des ministres des finances	Renforcement du Fonds de Secours Européen
21/07/2011 Conseil d'Etat Européen	Annonce d'un 2ème plan d'aide à la Grèce, qui atteint 135Md€. Proposition de participation du secteur privé
26/10/2011 Conseil d'Etat Européen	Renforcement du FESF Nouvelle tranche d'aide à la Grèce
09/12/2011 Conseil d'Etat Européen	Renforcement du pacte de stabilité et de croissance Entrée en vigueur du MES en juillet 2012 (vs juillet 2013) Objectif d'accroître les ressources du FMI de 200Md€

*"Aujourd'hui, nous pensons que la prise de conscience publique est forte, de même que la mise en place de nouveaux mécanismes qui vont répondre à la crise (FESF, MES, BCE) pour aujourd'hui et demain".*

Source : GESTION 21

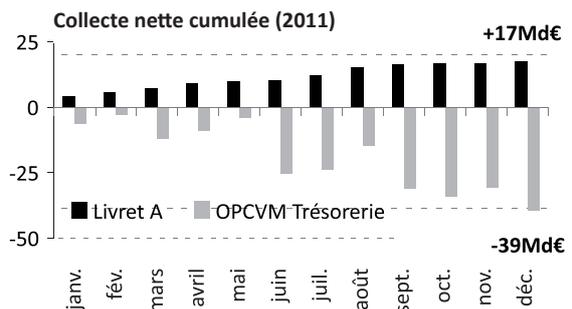


## Quel impact sur les flux de capitaux collecte ?

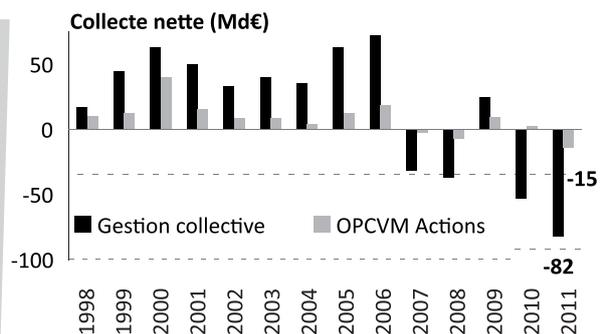
### Bilan 2011 de la collecte

"Le marché de l'épargne connaît depuis 3 ans des évolutions importantes" :

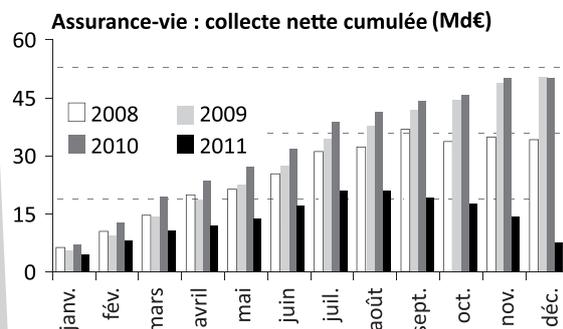
  
 Hausse des dépôts bancaires (Livret A, compte à terme) en substitution aux encours d'OPCVM monétaire.



  
 Réduction des placements à risque et principalement des actions pour tous les investisseurs institutionnels (réglementation, performance décevante).



  
 Arrêt de la collecte en assurance-vie menacée de remise en cause fiscale et par la baisse des taux de rémunération.



Source : Caisse des dépôts, FFSA, Europerformance, GESTION 21

## Quel impact sur la performance boursière ?

### Les choix possibles de 2011

	Bons choix 2011	Mauvais choix 2011
Actions	Grandes valeurs	Petites valeurs
	Valeurs défensives	Valeurs cycliques
	Marchés US et UK	
Obligations	Etats AAA	Etats non AAA

### Performances 2011

...des OPCVM	
Trésorerie	+0,6%
Obligations euro	+1%
Gestion Alternative	-1%
Obligations convertibles euro	-9%
Diversifiés euro	-8%
Actions Amérique du Nord	+1%
Actions Asiatiques	-18%
Actions Françaises	-16%
Actions Internationales	-7%
Actions Européennes	-11%
Actions Marchés Emergents	-18%
Actions Amérique Latine	-21%

...des Indices (dividendes réinvestis)	
Allemagne - DAX 30	-15%
Brésil - IBRX 50	-14%
Espagne - IBEX 35	-9%
Etats-Unis - S&P 500	+2%
France - CAC 40	-14%
Hong Kong - Hang Seng	-17%
Italie - MIB	-22%
Japon - Topix	-17%
Royaume-Uni - FTSE 100	-2%

...des obligations d'Etats	
Zone Euro AAA	+7%
Zone Euro hors AAA	-6%

...des obligations corporates	
Dollar Investment grade	+9%
Dollar High yield	+6%
Euro Investment grade	+3%
Euro High yield	-1%

...des matières premières	
Pétrole	+15%
Gaz	-33%
Or	+10%
Blé	-18%

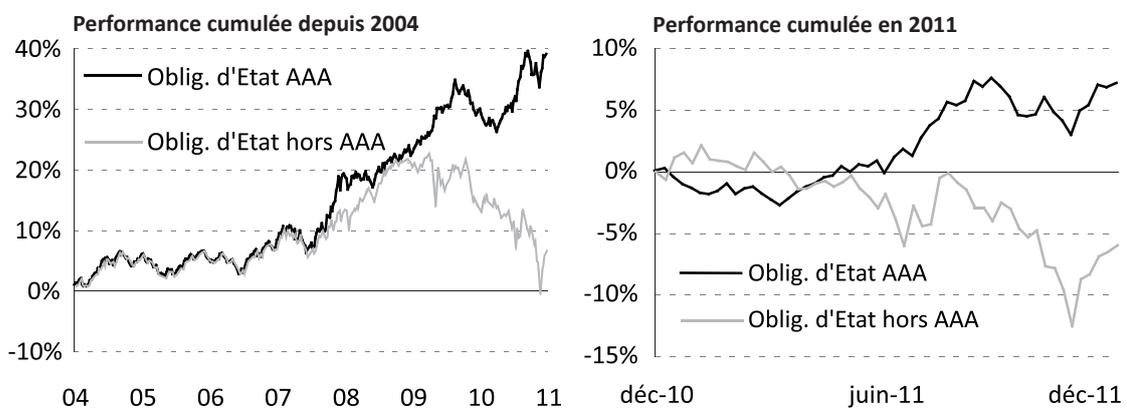
Source : Bloomberg / EuroMTS / Europerformance / IBOXX / GESTION 21



## Performance des emprunts d'Etat

"Les obligations d'Etat AAA ont nettement surperformé les autres obligations sur la seconde moitié de l'année".

"La comparaison sur longue période est encore plus saisissante, avec une nette surperformance des signatures de qualité depuis 2008".



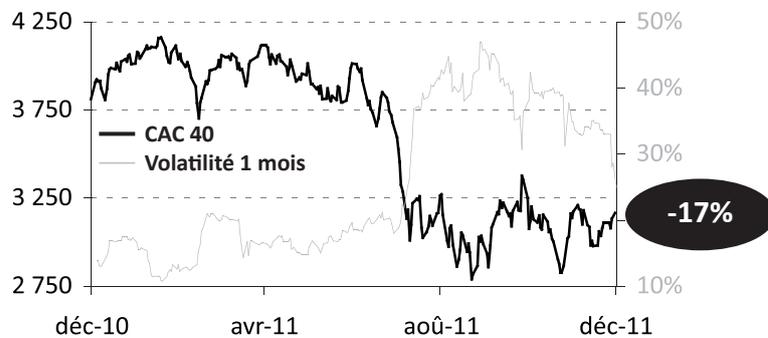
	Obligations d'Etat AAA	Obligations d'Etat hors AAA	Ecart
2005	+6%	+6%	-0%
2006	-0%	-0%	+0%
2007	+2%	+2%	+0%
2008	+11%	+6%	+5%
2009	+3%	+6%	-4%
2010	+6%	-6%	+12%
2011	+7%	-6%	+13%
S1 2011	-0%	-2%	+2%
S2 2011	+7%	-4%	+12%

"Le retour de la convergence des taux d'emprunts d'Etat prendra probablement des années (au rythme d'amélioration des finances publiques)".

Note : Obligation d'Etat AAA => EuroMTS Eurozone AAA Government Indices  
 Obligation d'Etat hors AAA => EuroMTS Eurozone exAAA Government Indices

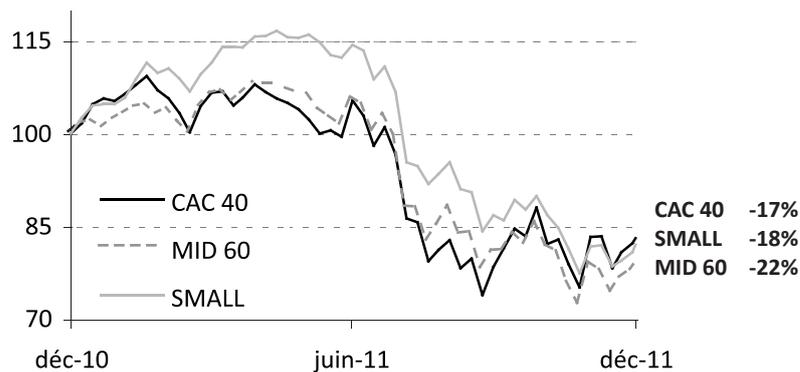
Source : EuroMTS, GESTION 21

## Performance du CAC 40 en 2011



"L'année 2011 peut se scinder en deux périodes avec une rupture forte au cours de l'été. Les craintes sur les dettes souveraines ont fait chuter les marchés actions et se sont traduites par une volatilité en forte hausse".

"Dans ce contexte, les grandes valeurs ont mieux résisté que les petites valeurs, avec un recul de -17% pour le CAC 40 contre -18% et -22% pour les petites et moyennes valeurs".



Source : Euronext, GESTION 21

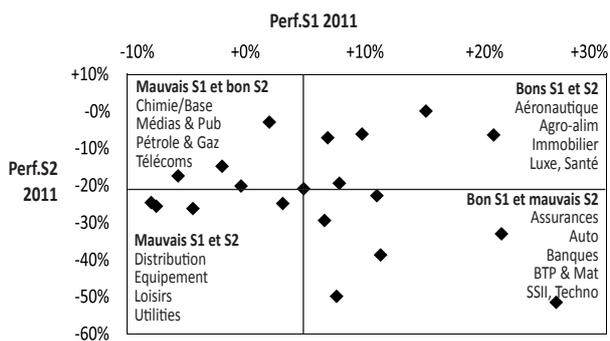


**Performance des secteurs en 2011, des écarts significatifs**

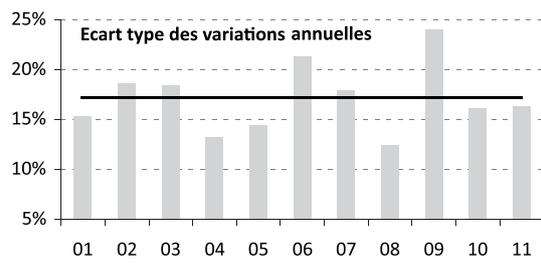
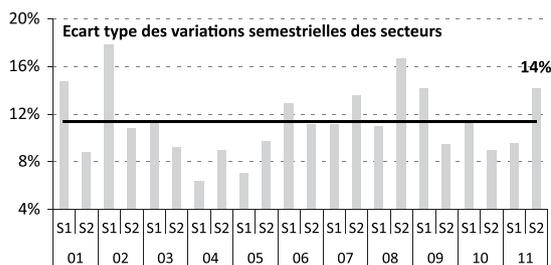
*"En 2011 l'écart de performance entre les secteurs a été important au deuxième semestre. En effet, l'écart type des variations semestrielles des secteurs est en forte hausse à 14% au deuxième semestre (10% au premier semestre)".*

	Performances			Poids dans A21	
	S1 11	S2 11	2011	Déc. 10	Déc. 11
Santé	+15%	+0%	+15%	+2%	+7%
Aéronautique	+21%	-6%	+13%	-	-
Agro-alim.	+10%	-6%	+3%	+5%	+3%
Luxe	+7%	-7%	-1%	+4%	-
Pétrole et Gaz	+2%	-3%	-1%	+7%	+14%
Immobilier	+8%	-19%	-13%	-	+4%
SSII	+11%	-22%	-14%	+17%	+12%
Médias & Pub.	-2%	-15%	-16%	+10%	+6%
<b>CAC 40</b>	<b>+5%</b>	<b>-21%</b>	<b>-17%</b>	-	-
Assurances	+21%	-33%	-18%	+9%	+9%
Chimie / Base	-1%	-20%	-20%	+9%	-
Télécoms	-6%	-17%	-22%	+12%	+5%
Equipement	+3%	-25%	-22%	+3%	+6%
BTP & Mat.	+6%	-29%	-25%	+13%	+13 %
Loisirs	-5%	-26%	-29%	-	-
Distribution	-8%	-24%	-30%	+4%	+5%
Utilities	-8%	-25%	-31%	+6%	+14%
Automobiles	+11%	-38%	-32%	-	-
Technologie	+26%	-51%	-39%	-	-
Banques	+7%	-50%	-46%	-	-
Ecart type	9%	14%	16%	-	-

Indices sectoriels Euronext



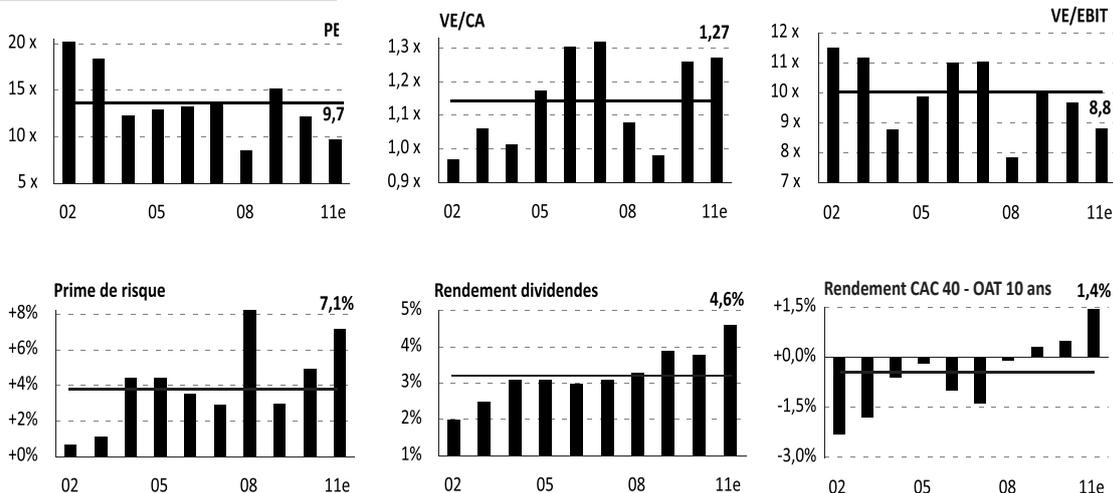
*"Dans la logique des craintes macroéconomiques, les secteurs défensifs se sont bien comportés à l'opposé des secteurs cycliques. La seule exception est le très mauvais comportement de la distribution alimentaire qui subit une remise en cause structurelle."*



Source : Euronext, GESTION 21

## Comment investir en 2012 ?

### Valorisation du CAC 40



"La valorisation des actions est faible. Ce n'est toutefois pas suffisant pour investir, il ne faut pas oublier les 3 éléments suivants : les entreprises, la macroéconomie, les flux..."

### Les éléments de la valorisation globale des actions

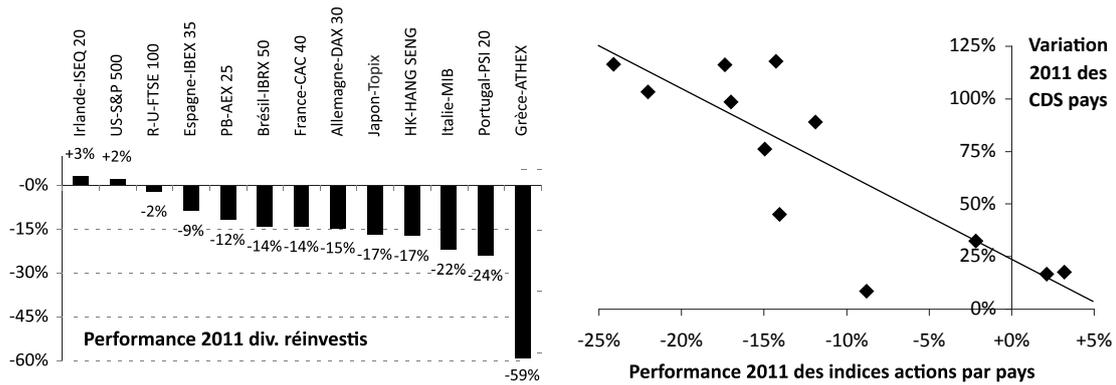
		2011	2012
<b>LA VALORISATION</b>	PE - Prime de risque VE/CA - VE/EBIT Rendement	+	++
<b>LES ENTREPRISES</b>	Situation financière Résultats Perspectives	+	=
<b>LA MACROÉCONOMIE</b>	Croissance du PIB Dettes publiques	--	-
<b>LES FLUX</b>	Investissements en actions	-	=

Source : Exane, GESTION 21

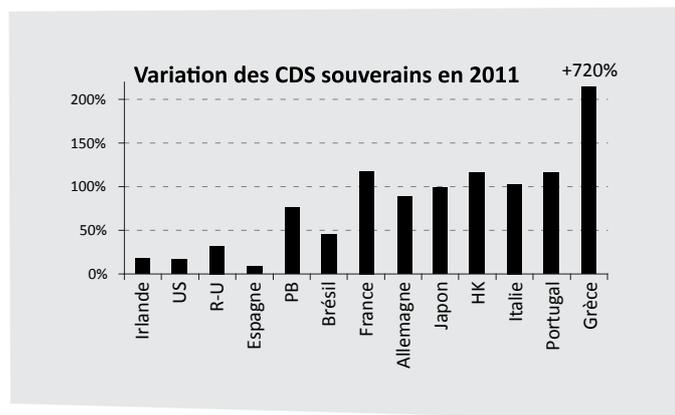


**Quel catalyseur pour les marchés en 2012 ?**

*"Comme en 2010, la performance 2011 des marchés actions présente une relation marquée avec le risque perçu sur les dettes publiques des pays (risque mesuré par l'évolution des CDS souverains)".*

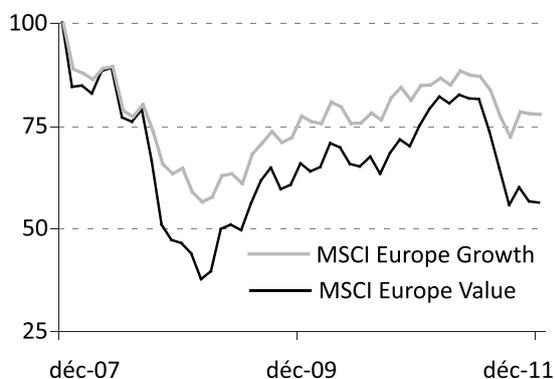


*"On pourrait assister à une reprise des marchés à mesure de l'amélioration des perspectives sur les dettes publiques, à laquelle nous croyons".*



Source : Bloomberg / GESTION 21

## Faut-il abandonner la gestion value ?



	S1 11	S2 11	2011
Value	+2%	-11%	-9%
Growth	+0%	-7%	-7%
Ecart	+2%	-4%	-3%

Source : Morgan Stanley

"Les valeurs de croissance ont tiré leur épingle du jeu en 2011, principalement dans la baisse du marché au deuxième semestre".



## Le paradoxe des valeurs de croissance

- ➔ La croissance est plus faible en Europe
- ➔ La performance des valeurs de croissance est supérieure au marché

### Explication

- ➔ Les entreprises bénéficient de leur positions dans les émergents
- ➔ La rareté est toujours chère, la croissance est recherchée



## Nous conservons une orientation value

"Tout à un juste prix, même les très belles entreprises de croissance. Nous restons très attentifs à la valorisation.

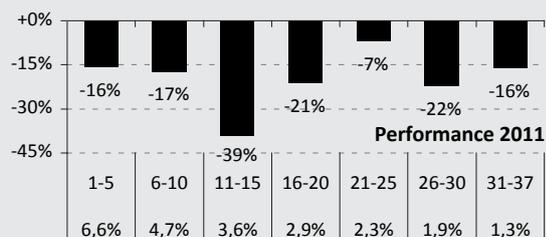
Nous sommes méfiants sur l'idée du retour à la moyenne historique des valorisations, tout en restant prudents vis-à-vis du dividende qui n'est pas un indicateur suffisant (le dividende n'a pas été un amortisseur en 2011)".

## Performance des valeurs du CAC 40 par panier de rendement (hors bancaires)

Panier de valeurs*	Rendement dividendes**	Perf S1	Perf S2	Perf 2011
1-5	6,6%	+2%	-17%	-16%
6-10	4,7%	+7%	-23%	-17%
11-15	3,6%	-3%	-38%	-39%
16-20	2,9%	+7%	-26%	-21%
21-25	2,3%	+4%	-11%	-7%
26-30	1,9%	-3%	-20%	-22%
31-37	1,3%	+22%	-29%	-16%

\*Hors bancaires

\*\*Rendement dividendes de début d'année



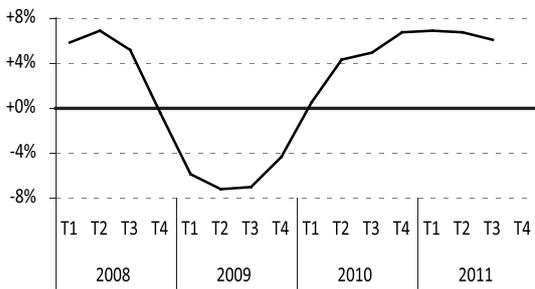
Source : Euronext, GESTION 21



**Croissance organique des sociétés**

"La classification des valeurs entre value et croissance est souvent basée sur leur appartenance sectorielle. Nous considérons plus intéressant d'étudier la croissance d'une société en centrant l'analyse sur sa capacité de croissance organique".

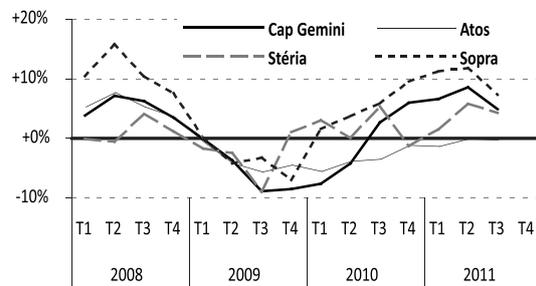
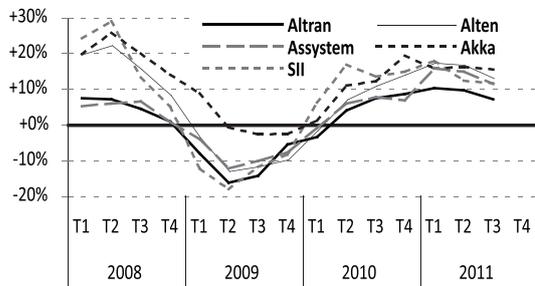
**Croissance organique des valeurs du CAC 40\***



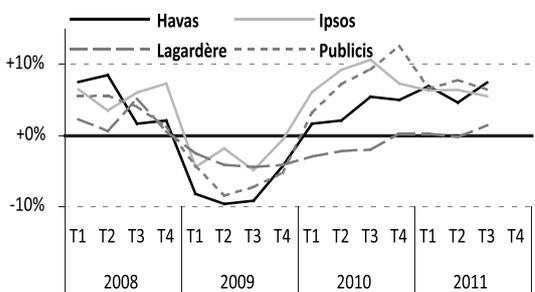
"Notre gestion de long terme attache une grande importance à la croissance organique de chaque société".

"Nous suivons cet indicateur trimestriel en faisant une analyse historique et sectorielle des valeurs de notre univers d'investissement".

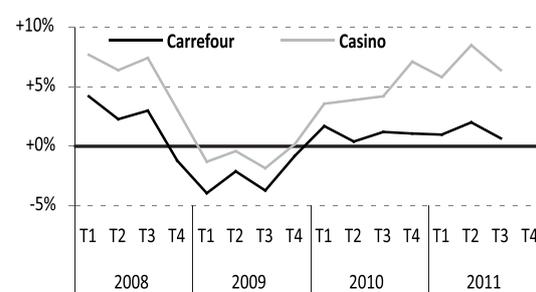
**Services Informatiques :**



**Publicité/Médias :**



**Distribution :**



\* Absence des sociétés ne publiant pas de données relatives à la croissance organique : Alstom, Arcelor, BNP Paribas, Crédit Agricole, EADS, Société Générale, STMicro, Total, Unibail, Vivendi

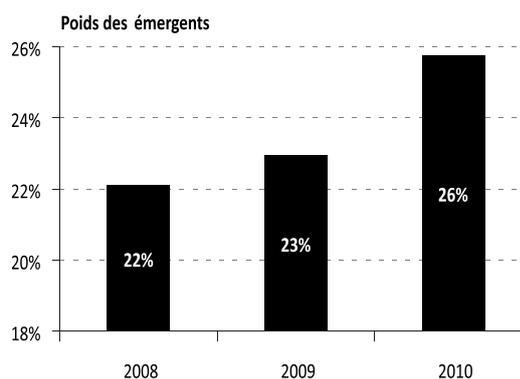
Source : Sociétés, GESTION 21

## Poids des pays émergents dans le CA des sociétés

*"La capacité à capter la croissance des émergents est un autre élément important pour chaque société".*

### Poids des émergents dans le CA des valeurs du CAC 40\*

	2008	2009	2010
Danone	40%	45%	49%
EADS	38%	36%	45%
Lafarge	39%	43%	44%
Alstom	33%	36%	43%
Arcelor	40%	40%	39%
Pernod-Ricard	31%	31%	37%
Schneider	32%	34%	37%
L'Oréal	30%	29%	34%
LVMH	29%	30%	34%
Michelin	30%	32%	33%
Renault	31%	28%	31%
Sanofi	24%	27%	29%
Carrefour	20%	22%	25%
Publicis	23%	23%	23%
Peugeot	15%	17%	20%
Air Liquide	15%	16%	19%
GDF-SUEZ	11%	16%	19%
Saint Gobain	17%	16%	19%
PPR	16%	13%	18%
Vivendi	10%	10%	13%
Essilor	11%	11%	12%
France Télécom	9%	9%	11%
Bouygues	10%	10%	11%
EDF	0%	0%	0%
Unibail	0%	0%	0%
<b>Moyenne</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>26%</b>



*"Dans la logique de désensibilisation au cycle macroéconomique, le développement des sociétés dans de nouvelles zones d'activité permet de réduire les risques.*

*La diversification géographique vers les pays émergents protège les entreprises des brutales baisses d'activité pouvant intervenir dans une zone géographique".*

\* Absence des sociétés n'ayant pas publié de données relatives aux pays émergents

Source : Sociétés / GESTION 21



### Classification du portefeuille selon l'actionnariat / management

Gouvernance	ACTIONS 21 Déc. 09	ACTIONS 21 Déc. 10	ACTIONS 21 Déc. 11	CAC 40	Ecart
Familial/Salariés	58%	72%	44%	18%	+26pts
Establishment	26%	25%	37%	60%	-22pts
Etat	16%	-	5%	7%	-3pts
Financier	-	3%	14%	15%	-1pts

Pondération du CAC 40 et d'ACTIONS 21 dans chaque catégorie

"La comparaison du portefeuille d'ACTIONS 21 avec le CAC 40 révèle l'importance que nous accordons aux critères suivants":

- ➔ La croissance organique plutôt que la croissance externe
- ➔ Le long terme plutôt que le court terme
- ➔ La prudence vis-à-vis de l'endettement élevé
- ➔ La maîtrise technique plutôt que financière



### CLASSIFICATION DES SOCIÉTÉS SELON 4 CATEGORIES

"Au-delà des indicateurs financiers traditionnels, nous avons voulu approfondir une classification des entreprises selon les critères d'actionnariat et de culture managériale.

Les 4 catégories que nous avons définies ont une vocation pratique; les entreprises peuvent évoluer, la répartition des entreprises entre catégories également.

Cette classification donne de l'importance aux critères qualitatifs; elle donne du poids pour investir à long terme".

	ACTIONNARIAT	MANAGEMENT
<b>CATÉGORIE 1</b>	Familial/Salariés	Familial/Salariés
<b>CATÉGORIE 2</b>	Large flottant	Establishment
<b>CATÉGORIE 3</b>	Etat	Etat
<b>CATÉGORIE 4</b>	Fonds d'investissement	Financier

**Catégorie 1 :**

Akka, Alstom, ArcelorMittal, Bouygues, Casino, Eiffage, Guerbet, Ipsos, LVMH, L'Oréal, Maurel & Prom, Michelin, Neurones, Pernod Ricard, Peugeot, PPR, Publicis, Rentabiliweb, SEB, Stéria, Vicat

**Catégorie 2 :**

Air Liquide, Alcatel, Atos, Axa, BNP Paribas, Cap Gemini, Crédit Agricole, Danone, Entrepouse Contracting, Essilor, GDF-Suez, Legrand, Renault, Saint-Gobain, Schneider Electric, Société Générale, STMicro, Technip, Total, Unibail, Vallourec, Vinci, Vivendi

**Catégorie 3 :**

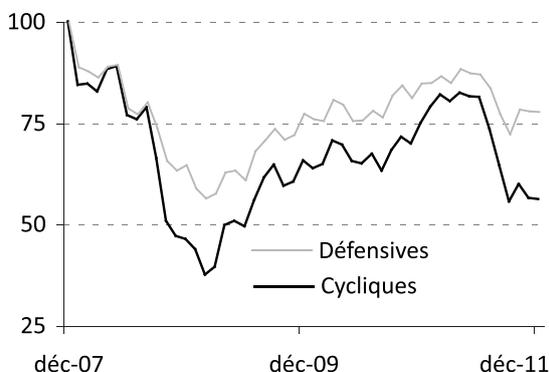
EADS, EDF, France Télécom, Safran

**Catégorie 4 :**

Accor, Carrefour, Klépierre, Lafarge, Sanofi, Séchilienne, Véolia Environnement

Source : Euronext, GESTION 21

## Quel choix entre valeurs cycliques et défensives ?

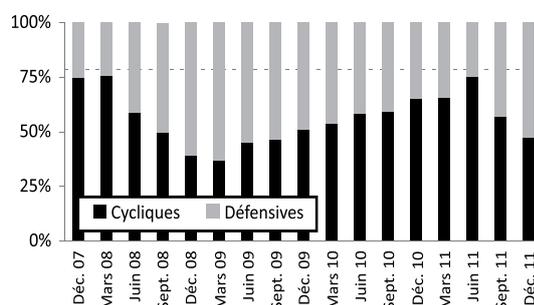


	S1 11	S2 11	2011
Cycliques	+10%	-36%	-30%
Défensives	+1%	-13%	-12%
Ecart	+9%	-23%	-18%

"Après un premier semestre très favorable aux valeurs cycliques, les valeurs défensives ont surperformé lors du regain d'inquiétude sur les dettes souveraines au cours du deuxième semestre 2011".

## Exposition d' ACTIONS 21 aux valeurs cycliques et défensives

"Le regain de crainte au cours de l'été s'est traduit par un renforcement des valeurs défensives au cours du deuxième semestre".



Dans une étude datant du 1er décembre 2011, Fitch met en avant 5 éléments d'analyse pour la gestion d'actifs : la moindre croissance, la crise de la dette, la mondialisation, l'innovation de rupture et le trading haute fréquence.

Dans ce « nouveau standard », Fitch retient 3 critères pour investir :

1. Top-Down : privilégier l'approche macroéconomique au détriment du stock picking.
2. Croissance : préférer les dossiers de haute qualité à juste prix au détriment des actions bradés d'entreprises de moindre qualité.
3. Petites valeurs : sélectionner des petites valeurs ou des valeurs étrangères afin de surperformer les indices de références locaux et de grandes valeurs.

Source : GESTION 21



## Sensibilité du portefeuille au cycle macroéconomique

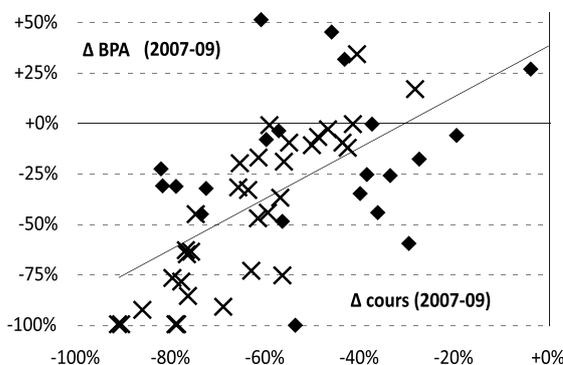
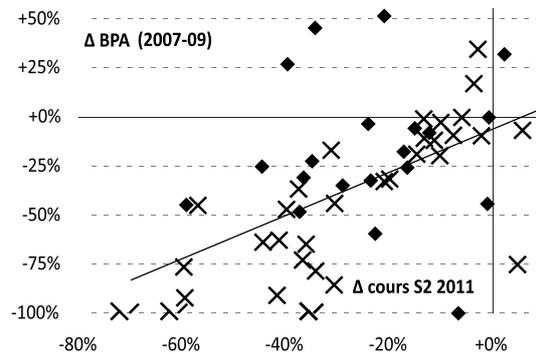
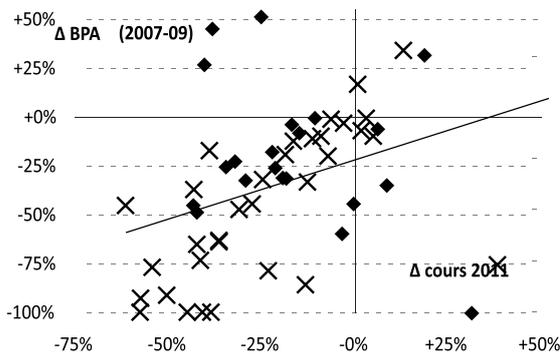
"Pour creuser un peu plus la segmentation traditionnelle cycliques/défensives, nous avons effectué une comparaison du portefeuille avec les valeurs du CAC 40, sur la base des baisses des bénéfiques par action (BPA) constatée en 2007-2010".



### Sensibilité du portefeuille à la baisse des BPA

	2008	2009	2010	S1 2011	S2 2011
CAC 40	-45%	-43%	-41%	-40%	-40%
ACTIONS 21	-31%	-25%	-32%	-33%	-17%

### Corrélation baisse des BPA / Performance boursière



- ◆ Valeurs du portefeuille
- × Valeurs du CAC 40



**Commentaire :** sur la base de ce critère, le portefeuille est nettement moins sensible à une récession que les valeurs du CAC 40.

Pour autant la performance boursière du fonds n'a pas été meilleure en 2011. La raison est principalement le retour au deuxième semestre du critère d'endettement comme facteur important de la performance boursière.

Source : Euronext, GESTION 21

## Faut-il investir dans les opérations financières ?



*"Le contexte est favorable compte tenu des faibles valorisations et de l'importance de la trésorerie des entreprises. Les dividendes devraient également être soutenus, tout comme les rachats d'actions".*

### **Exemple**

Le secteur immobilier avec accélération des opérations au deuxième semestre

- ➔ Décote / bas de cycle
- ➔ Problème de fonds propres (BNP / Groupama)

*"C'est toujours une option à regarder, mais il est difficile de construire un portefeuille sur ce seul thème.*

**Par exemple** l'opération de Carrefour sur Guyenne et Gascogne montre que ce n'est pas le seul élément à regarder (cession 10% inférieure au cours de bourse)".

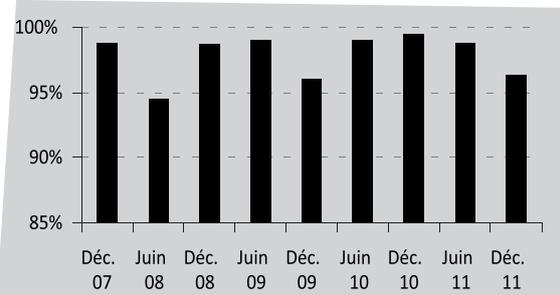
**Autre exemple** le rachat de Silic par Icade n'a pas permis de dégager une prime puisque l'échange est proposé en titres à la parité d'ANR.



## Nos choix pour 2012 ?



Taux d'investissement d'ACTIONS 21



Répartition par secteur au 30/12/2011

	CAC 40	A21	Ecart
SSII	1%	12%	+11%
Utilities	6%	14%	+8%
BTP & Mat.	6%	13%	+6%
Assurances	3%	9%	+6%
Médias & Pub.	1%	6%	+5%
Distribution	2%	5%	+3%
Immobilier	2%	4%	+2%
Equipement	5%	6%	+1%
Loisirs	0,5%	-	-0,5%
Technologie	1%	-	-1%
Automobiles	3%	-	-3%
Aéronautique	3%	-	-3%
Télécoms	8%	5%	-3%
Pétrole et Gaz	16%	14%	-3%
Agro-alim.	7%	3%	-4%
Santé	13%	7%	-6%
Chimie / Base	7%	-	-7%
Banques	8%	-	-8%
Luxe	9%	-	-9%

Choix de valeurs :

Pour chaque entreprise nous retenons 4 critères déterminants  
 Capacité à dégager des cash-flow  
 Valorisation (historique et comparaison sectorielle)  
 Business model et stratégie moyen-terme  
 Opinions sur les dirigeants

Options gratuites :

Pour chaque valeur, nous recherchons des options gratuites, des options non valorisées et qui ont une certaine probabilité d'intervenir.  
 Exemples :

	Option gratuite
Akka Technologie	Acquisition de MBTech (filiale de Daimler)
Alstom	Croissance du carnet de commandes
Atos	Intégration de SIS (filiale de Siemens)
Axa	Efficience opérationnelle améliorée
Casino	Prise de contrôle de Pão de Açucar (n°1 au Brésil)
Maurel & Prom	Cession totale ou par lot (cf. M&P Nigéria)
Neurones	Trésorerie nette = 50% de la capitalisation
Total	Nouvelle politique d'investissement

Source : GESTION 21



"En 2011, le secteur bancaire européen a de nouveau plongé et rappelé les mauvais souvenirs nés de la faillite de Lehman Brothers. En effet, la crise en Europe a fait resurgir le spectre des nationalisations forcées ou des faillites induites par de possibles défauts des dettes souveraines détenues dans les bilans des banques.

Ces craintes, alimentées par la complexité de la gouvernance européenne et les divergences de vue entre les partenaires de la zone euro concernant le rôle de la Banque Centrale Européenne, se sont aggravées au mois d'août, sur fond de fin de règne en Italie et d'enlisement économique et politique en Grèce.

Dès lors, comme entre 2008 et 2010, les investisseurs, au premier rang desquels les fonds monétaires américains, ont privé le système bancaire européen de liquidités, **obligeant la BCE à intervenir massivement pour se substituer au marché interbancaire.**

La plupart des grandes banques européennes, et plus particulièrement les grandes banques françaises qui finançaient depuis plusieurs décennies de nombreuses activités en dollars, ont alors connu une baisse très sensible de leur cours de bourse. Le feu quotidien des eurosceptiques de tous bords qui saisirent vite, ici, l'occasion d'une revanche cinglante, acheva de ruiner les espoirs d'un rebond du secteur en 2011 (-37% de baisse de l'indice Euro Stoxx 600).

Ainsi, la valorisation du secteur bancaire affiche-t-elle aujourd'hui des niveaux de décotes vis-à-vis des fonds propres historiquement forts (près de 50% en moyenne). Cette sous-valorisation est le résultat de craintes macro-économiques persistantes plus ou moins réalistes (éclatement de la zone euro, récession dure, nouveaux défauts et/ou dégradation de la notation d'Etats souverains européens), d'incertitudes politiques (2012 sera notamment une année d'élections suprêmes en Allemagne, aux Etats-Unis et en France) et de facteurs liés à l'avenir même du métier bancaire.

Sur ce dernier point, au-delà des prévisions qui restent difficiles dans un contexte réglementaire qui n'est pas encore figé, tant sur les aspects de la liquidité que sur ceux de la solvabilité, **le secteur bancaire subit d'ores et déjà une baisse de rentabilité de l'ordre de -30% à -40% dont le caractère structurel ne fait plus guère de doute.**

De plus, le coût et la disponibilité de la liquidité étant désormais plus discriminés entre les différents acteurs (les financements de la BCE restant in fine marginaux), les banques devront privilégier les activités à forte valeur ajoutée pour lesquelles

elles ont un véritable pricing power par rapport à leurs concurrentes ou une capacité d'industrialisation supérieure. Enfin, le phénomène de désintermédiation, inspiré du modèle financier américain, conduira là aussi à des évolutions difficiles à chiffrer à ce stade mais lourdes d'implications en termes de maîtrise du risque et de financement de l'économie. En bref, ce que les experts nomment **le deleveraging ne fait que commencer et devrait durer a minima encore 18 mois avec des impacts significatifs en 2012.**

Tout n'est pas noir cependant et il existe des motifs pour prendre un peu de recul et même des raisons d'espérer. En premier lieu, il est incontestable que les grandes banques finançant l'essentiel de l'économie européenne sont désormais correctement capitalisées et bien soutenues par la BCE sur le plan de la liquidité. **De fait, peu d'établissements cotés de grande envergure sont aujourd'hui susceptibles de surprendre leurs actionnaires par des augmentations de capital très dilutives aux seules fins d'être en conformité avec les nouveaux standards de solvabilité établis par le comité de Bâle.** Ensuite, nous pouvons observer qu'à de rares exceptions près, les Directions des établissements financiers, largement renouvelées durant ces dernières années, ont fait preuve d'une indéniable réactivité pour adapter leurs modèles économiques aux chocs subis : ainsi, la rapidité avec laquelle les banques françaises ont réduit leurs activités en dollar entre août et octobre 2011 est assez étonnante, même si elle peut paraître à certains égards précipitée.

Cette série inédite de désordres depuis 2007 a conduit l'ensemble des grandes banques européennes à engager des revues stratégiques et d'organisation d'envergure qui commenceront à porter leurs fruits en 2013. Enfin, même si l'hypothèse « catastrophiste » d'un ou plusieurs défauts d'autres dettes souveraines pèse sur la perception de la qualité globale des actifs bancaires, celle-ci, pour le reste, est en constante amélioration. Le coût du risque, partout, baisse à mesure que les banques, depuis la fin de 2008, provisionnent massivement leurs créances douteuses tout en resserrant drastiquement leurs conditions d'octroi de crédit. De ce fait, même une nouvelle récession en Europe n'entraînerait pas, selon nous, une dégradation aussi brutale des résultats d'exploitation des banques que celle constatée en 2009. Ainsi, malgré la volatilité inhérente au contexte actuel, de belles opportunités d'investissement dans le secteur bancaire pourraient être saisies en 2012, à condition d'être sélectif et vigilant sur la macro-économie".



"L'industrie européenne des télécommunications se caractérise principalement par deux aspects, plutôt négatifs :

**La grande maturité du marché européen est due au taux d'équipement des ménages élevés sur les trois grands types de services** (fixe, mobile, Internet), associé à une déflation sur les prix, de nature structurelle. Dans la téléphonie fixe, le nombre de lignes fixes baisse (progression des ménages sans lignes fixes) et le trafic voix diminue régulièrement, du fait de la substitution fixe mobile. En matière, de téléphonie mobile, le parc ne progresse maintenant plus que marginalement (taux de pénétration européen proche de 130%), et plutôt avec des offres générant des revenus unitaires (ARPU) réduits. Enfin, l'accès Internet haut débit s'est amplement généralisé en Europe ces dernières années, et la progression en valeur de ce segment (le plus petit des trois) est maintenant réduite.

Deux sous-segments, souvent mis en avant, ne nous semblent pas pouvoir constituer de véritables moteurs pour l'industrie : les données mobiles (ne suffisent pas à compenser l'érosion des revenus de la voix) et la fibre optique (très faible demande).

**La deuxième grande caractéristique du secteur européen est une pression réglementaire continue, et durable.** Après la mise en place de la concurrence dans le fixe, qui s'est notamment matérialisée par la généralisation du dégroupage, c'est aujourd'hui surtout le mobile, qui avait été épargné auparavant, qui fait les frais de pressions réglementaires (tarifs d'interconnexion). Cet effet a été d'autant plus visible que la croissance des bases d'abonnés est maintenant terminée et que cette pression réglementaire s'attaque souvent aux segments les plus rentables. Les projets de la Commission Européenne en matière de prix du dégroupage, de l'itinérance internationale (roaming), ou des prix des SMS montrent que cette pression n'est pas prête de se relâcher".

Source potentielle de spéculation et donc d'animation boursière, **la consolidation du secteur ne peut être que marginale** (à l'intérieur d'un même pays) et ne peut pas concerner les opérateurs historiques, qui constituent des actifs stratégiques

*pour chaque pays. Le développement dans les marchés émergents représente une opportunité, mais ils restent peu de marchés qui ne soient pas déjà encombrés de plusieurs acteurs, et les valorisations de telles transactions sont souvent très élevées. De plus, compte tenu de la taille des groupes européens, il ne sera plus possible d'augmenter nettement leur exposition aux pays émergents.*

**Compte tenu de l'absence de croissance et d'un pincement structurel des marges, le principal attrait boursier du secteur nous semble se trouver du côté de la visibilité que donnent ces métiers d'abonnement, et surtout, des dividendes. Ceux-ci, compte tenu des niveaux élevés et récurrents de free-cash flow, nous semblent relativement assurés pour ces prochaines années, à l'exception de deux ou trois acteurs (voir cas Telefónica).**

*Néanmoins, au cours des dernières années, il convient de constater que la performance relative du secteur n'a été satisfaisante que lors des fortes baisses du marché : **les télécoms, qui ont peu d'attrait en temps normal, sont des valeurs refuges pendant les périodes de tempête**".*



### **Mass retail alimentaire Europe : l'inflation n'est plus rémunératrice où la perte d'un statut défensif**

"En 2011, le secteur du mass retail alimentaire aura vu voler en éclats le mythe de l'inflation créatrice de valeur. Pourquoi ? D'une manière générale, l'inflation des prix dans le secteur de la distribution alimentaire coïncide avec une hausse du pouvoir d'achat et de l'appétence à consommer, ce qui caractérisa par exemple les tendances de la première partie de l'année 2008. La rupture de 2011 dans ce schéma est d'autant plus forte que **le revirement des prix est venu après une déflation massive, alors que le pouvoir d'achat des ménages européens était sous pression. Le squeeze de marges est ainsi devenu d'autant plus inévitable que la hausse des coûts marquait elle-même une accélération** (même hors matières premières) à cause notamment du dérapage de la composante énergétique, très présente, non seulement dans les frais généraux des magasins, mais aussi dans le coût logistique. Sans oublier l'inertie des hausses de salaires, par suite d'une intensité de main d'œuvre élevée et surtout concentrée sur les bas salaires.

L'ensemble de l'Europe a vécu avec une intensité plus ou moins forte cette configuration, y compris le Royaume Uni dont l'exception conjoncturelle jamais démentie sur la décennie précédente, a disparu. C'est de fait le pays qui a subi l'inflation la plus virulente en alimentaire (5% au pic), même s'il l'a paradoxalement mieux absorbé dans les marges que les pays continentaux ; au bénéfice il est vrai d'une concurrence moins virulente que sur le continent. A l'opposé du spectre se trouve **la France dont la propagation de l'inflation dans les prix de vente a été la plus lente (3 à 6 mois de retard sur la moyenne européenne pour un pic autour de 3% sur les marques nationales), du fait d'une concurrence très forte.**

Contrairement aux Industries Agro alimentaires, la Grande Distribution n'a pas pu amortir ce choc conjoncturel sur les performances à l'international, par suite d'une moindre diversification de ses débouchés, en particulier dans les grands émergents. Il n'y a que Casino dont la partition de l'activité est proche des 50/50 (entre France et pays émergents), alors que par ailleurs son modèle français est positivement différencié, qui a su tirer parti de cette spécificité, pour être in fine un des rares grands opérateurs européens à pouvoir se soustraire d'un momentum



*général de révisions de résultats en baisse. Des groupes aussi différents que Carrefour, Delhaize, Carrefour, et Metro, Colruyt en ont été affectés ; Jusqu'à 5 révisions pour Carrefour, anarchie oh combien révélatrice d'une déchéance propre qui empire !*

*Nouvelle star déchue, après Carrefour, mais aussi Tesco partiellement rentré dans le rang, Colruyt, dont la prime a fondu... victime à la fois de l'exacerbation des thèses développées plus haut (inflation des coûts sur des phénomènes d'indexation automatiques en Belgique) et aussi d'une maturité impossible à repousser faute de relais de croissance... Cette régression qui vaut pour l'ensemble du hard discount, qui peine désormais à recruter partout en Europe, légitime d'une certaine manière le statut de Dia, nouvel entrant sur le marché, qui vient de rejoindre l'IBEX 35, dans un secteur qui souffre d'un manque de représentativité boursière.*

**2012 ne devrait pas fondamentalement diverger des tendances de 2011. Un retour en grâce du secteur apparaît d'autant moins probable que les stars déchus ont peu de chances de retrouver le chemin de la croissance.** Même Tesco aura beaucoup de mal à ne pas subir l'adversité du marché britannique, en particulier dans le non alimentaire qui lui avait permis de se forger une compétitivité inégalée.

*Attention aussi à l'amortisseur de l'impact d'une activité médiocre sur le levier opérationnel ... avec la maturité des grands programmes d'économies de coûts dont les relais en cours de mise en place peuvent créer une rupture ponctuelle dans l'évolution de la productivité. Tout au moins pour ceux qui ne se sont pas suffisamment servis des programmes antérieurs pour soutenir leur compétitivité.*

**Si le différentiel de croissance entre les 2 côtés de l'Atlantique devait s'affirmer dans les mois à venir, l'intérêt des valeurs européennes à forte coloration américaine s'affirmerait.** En commençant par Ahold dont la mue progressive a été sous-estimée, à l'inverse des risques, largement surestimés en particulier aux US. Ahold de préférence à son cousin Belge Delhaize, même si dans le 2 cas le marché ne sera pas insensible à des charmes partagés, en regard de la sensibilité des 2 valeurs à l'évolution du dollar...".



**"En 2011, le secteur des grandes pétrolières intégrées Européennes (surperformance 2011 de l'ordre de +22% vs STOXX50) a naturellement bénéficié de son caractère défensif (bilan solide, dividendes attractifs) également porté par un prix du pétrole qui a établi en 2011 une moyenne annuelle record (Brent à plus de USD110/bbl).**

L'appréciation du dollar américain vs euro a également été un facteur de soutien en fin d'année pour le secteur, sachant qu'elle s'est accompagnée d'une totale décorrélation avec le prix du pétrole, décorrélation logique puisque ce mouvement était liée à une faiblesse intrinsèque de l'euro sous fonds de crise de la dette souveraine plutôt qu'à une force intrinsèque du dollar américain (stable face au yen ou dollar australien par exemple).

**Nous nous attendons à ce que le prix du pétrole reste élevé en 2012 (autour de USD100/bbl),** et ce malgré une anticipation de fort ralentissement de la croissance de la demande de pétrole en 2012 (+600kb/j estimé en 2012, contre +2.8mb/j en 2010 et +1mb/j en 2011). Le moteur de la croissance de la demande de pétrole reste les pays émergents, c'est pour cela qu'il ne faut pas surestimer les effets d'un ralentissement dans la zone euro, **la demande de pétrole mondiale devrait continuer de croître en 2012 (+1.3mb/j dans les pays émergents, -700kb/j dans les pays de la zone OCDE).** D'autre part, même avec un retour de la Libye à pleine capacité, le coussin de sécurité ou capacité additionnelle au sein de l'OPEP à fin 2012 ne devrait pas dépasser les 4mb/j, un niveau relativement restreint et similaire à celui dont disposait l'OPEP fin 2010 quand le Brent évoluait autour de USD95/bbl.

La menace iranienne de fermer le détroit d'Ormuz devrait continuer de justifier une prime de risque court-terme sur le prix du baril de l'ordre de USD15/bbl. Quelques 17mb/j (20% de l'offre mondiale) transitent quotidiennement par Ormuz, toute interruption serait un nouveau choc pétrolier.

Ce scénario nous semble toutefois peu probable sachant qu'il déclencherait immédiatement une riposte des forces navales US et que l'Iran pourrait perdre le peu de soutien qui lui reste sur la scène internationale puisque la Chine qui importe 40% de son brut en provenance du Moyen Orient serait la plus durement touchée.



Si nous sommes finalement plutôt optimiste sur le prix du baril à court-terme, à moyen long-terme il faudra suivre très attentivement le développement très rapide des productions de pétrole de schiste aux Etats-Unis qui pourraient dépasser les 1.5mb/j à horizon 2015 (contre seulement 250kb/j en 2010).

**Après la révolution des gaz de schiste aux Etats-Unis, le boom du pétrole de schiste (production extrêmement rentable dès 60-70/bbl) est déjà une réalité et pourrait encore s'accélérer. L'équilibre offre/demande pourrait conduire la capacité disponible au sein de l'OPEP à s'approcher à nouveau des 5 ou 6mb/j vers 2016, niveau qui ne justifierait plus selon nous un prix du baril au-dessus des USD100/bbl à moyen terme.** A noter que le ministre saoudien du pétrole a récemment déclaré pour la première fois début 2012 qu'il souhaitait un prix autour de USD100/bbl or nous croyons toujours à la capacité de l'OPEP à contrôler les prix (par le bas tout du moins).

**Les pétrolières intégrées continuent de se payer sur des niveaux de valorisation attractif (PE 8-9x 2012E),** avec des investisseurs qui restent sceptiques sur la capacité de ces groupes à offrir de la croissance de production, à renouveler leur réserves sur le long-terme, tout en devant faire face à des hausses structurelles de leurs coûts de développement. **Néanmoins, nous prévoyons un très net rebond des productions chez les majors en 2012** et avec des perspectives de croissance sur les années 2012-2016 qui devraient marquer une amélioration sensible par rapport à ces dernières années. De plus après avoir raté de nombreuses opportunités en exploration (en particulier le Brésil), **les majors commencent à récolter le fruit d'une politique d'exploration dans des zones frontières plus risquées** (zones où l'on avait plus l'habitude de voir des compagnies indépendantes). Statoil (en mer de Barents), Repsol YPF (en Argentine dans le pétrole non conventionnel), Total et Shell en Guyane Française, ou encore ENI au Mozambique ont annoncé en l'espace de six mois des découvertes très prometteuses. Globalement nous restons positifs sur les majors pour 2012 et ce même sans attendre une nouvelle flambée des cours du Brut en 2012 (hors éléments géopolitiques majeurs). **Le secteur para pétrolier devrait continuer d'offrir une thématique d'investissement structurelle sur le moyen terme".**



**"Nous avons identifié deux raisons pour la sous-performance du secteur des utilities depuis la bulle de l'exercice 2008 :**

**- Une demande électrique et gazière en berne**

**- Des équilibres financiers peu flatteurs**

La demande électrique et gazière influe sur les volumes vendus mais pas seulement. D'un côté, les entreprises tentent de conserver des parts de marché et une marge en vendant leur électricité à terme (70-80% des volumes 2012 sont d'ores et déjà vendus) et par ailleurs les surplus de gaz pèsent sur le prix à court terme de ce marché.

La baisse de ce prix du gaz spot est une composante du prix de production de l'électricité et entraîne donc un prix de l'électricité en baisse. Les entreprises électriques se sont également développées sur le secteur gazier en s'appuyant antérieurement sur des contrats d'approvisionnement de gaz à long terme. Ces contrats sont basés sur un prix indexés au prix du pétrole. **Il existe donc une décorrélation entre les prix du gaz long terme (33-35€/MWh) et un prix du gaz spot (25€/MWh).** Or la clientèle industrielle souhaite bénéficier de ce prix spot alors que les entreprises du secteur ont une large part (50% et plus) de leur approvisionnement à long terme. Les exercices 2010 et 2011 ont constaté cet écart de marge (négative) dans un contexte de baisse de la demande. L'effet ne peut être que négatif sur les résultats opérationnels. Nous estimons que le résultat brut d'exploitation (EBITDA) s'appuie à 75% sur les matières premières.

Les équilibres financiers ont été mis à mal par une crise de la dette. Lancés dès 2006 dans des programmes d'investissements qui anticipaient une poursuite de la demande électrique, les entreprises ont massivement investi. La rupture dans l'évolution de la demande n'a pu être répercutée et aucun frein n'a pu être enclenché pour freiner le rythme d'investissement.

Ce rythme d'investissements commence seulement à faiblir et devrait finalement retrouver un niveau normatif en 2012/2013. **Mais le poids de la dette dans les bilans a été insurmontable et a nécessité plusieurs milliards d'euros de cessions d'actifs, à l'image d'EDF (18Md€), de RWE (programme de 10Md€), d'E.ON (15Md€).** Des cessions d'actifs en période de manque de liquidités ne peuvent se faire sur des bases élevées.



**Mais le secteur n'est pas uniforme. Le compartiment des valeurs dites régulées, principalement les valeurs gestionnaires de réseaux, ont résisté à la crise. Elles offrent une visibilité et un rendement qui permettent encore de qualifier ces valeurs de défensive.** Les rendements s'établissent encore à 6-7% pour des titres comme Terna, Snam Rete Gas, Enagas ou Red Electrica de Espana.

**Le compartiment qui a très certainement le plus souffert reste les valeurs dites environnementales** avec notamment Veolia Environnement et Suez Environnement. Nous laisserons de côté les valeurs de l'eau en Angleterre qui bénéficie d'une régulation et d'une forte visibilité à l'image des valeurs régulées. Pourquoi une telle condamnation de ces valeurs : un environnement économique incertain pèse très certainement sur le marché des déchets qui est la composante la plus cyclique du secteur (avec le gaz), mais au-delà, **nous pensons qu'il s'agit d'une vraie perte d'image.** Cette perte d'images résulte de XX éléments : d'une part un manque de réalisme dans la gestion des contrats avec probablement des insuffisances en terme de gestion, mais également d'un marché des collectivités locales au prise avec des déficits abyssaux et un manque de liquidité. Les collectivités locales souffrent tout autant que les corporates de l'absence de liquidité. Les sociétés du secteur de l'environnement sont donc pénalisées à double titre.

Est-ce la fin du monde ? Très certainement pas. L'électricité, le gaz, l'eau et le traitement des déchets sont des éléments indispensables à notre vie de tous les jours. Les ratios actuels offrent des points d'entrée sur certaines valeurs. Les éléments clefs de tout investissement sont la visibilité, le positionnement et la réactivité des sociétés. Les troubles politiques que certains mettent en avant ne sont que passagers. **Une vision de moyen terme doit être poursuivie pour investir dans le secteur des utilities. 2012 sera très certainement une année pour être contrariant**".

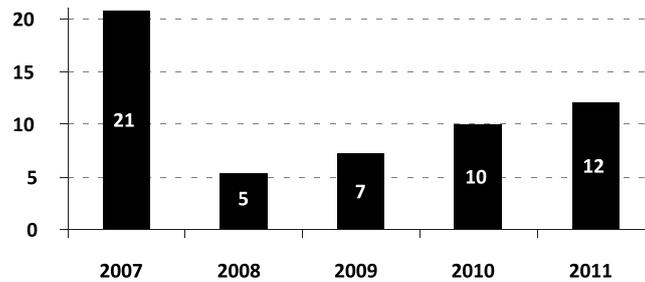
## **TROISIEME PARTIE : GESTION DU FONDS**

**Le passif du fonds**

**Le portefeuille**

## Le passif du fonds

### Encours du fonds



### Répartition des investisseurs d'ACTIONS 21

	Poids
Fonds de fonds & Gestion privée	46%
Institutionnels	28%
CGP / Personnes physiques	26%

Le nombre d'investisseurs est de 25.

Ce que nous faisons	Ce que nous ne faisons pas
Indépendance des indices	Peu ou pas de trésorerie
Choix de conviction	Pas de couverture
Analyse fondamentale	Pas de market timing
Sous-valorisation des entreprises	

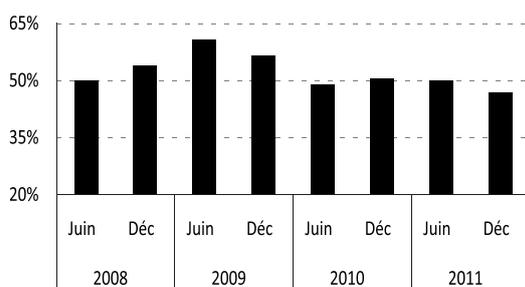
Source : GESTION 21

## Le portefeuille

### Composition du portefeuille au 30/12/2011

Valeurs		Pondération
Axa	CAC 40	9,3%
GDF-Suez	CAC 40	9,0%
Total	CAC 40	7,5%
Alstom	CAC 40	5,8%
Atos	MID 60	4,7%
Séchilienne	SMALL	4,7%
France Telecom	CAC 40	4,7%
Sanofi Aventis	CAC 40	4,7%
Ipsos	MID 60	4,7%
Casino	NEXT 20	4,6%
Stéria	MID 60	4,5%
Vinci	CAC 40	4,4%
Maurel et Prom	MID 60	4,3%
Klépierre	NEXT 20	4,3%
Vicat	MID 60	4,2%
Eiffage	MID 60	4,1%
SEB	MID 60	2,8%
Guerbet	SMALL	2,1%
Rentabiliweb	SMALL	1,6%
Neurones	SMALL	1,6%
Entrepose Contracting	SMALL	1,2%
Akka	SMALL	1,0%
Maurel et Prom Nigéria	-	0,7%
Trésorerie		3,6%

### Poids des valeurs du CAC 40 dans le fonds



### Répartition du fonds par indice

Indices	Nombre de valeurs	Pondération
CAC 40	7	45%
NEXT 20	2	9%
MID 60	7	29%
SMALL	6	12%
Autre	1	1%
Trésorerie	-	4%

Source : Euronext / GESTION 21



## Les principaux mouvements en 2011

	Janvier	Février	Mars	Avril
<b>Valeurs entrantes ou renforcées</b>			Legrand (+2%) Schneider (+2%) Alstom (+1%)	Maurel & Prom (+2%)
<b>Valeurs sortantes ou allégées</b>			LVMH (-4%)	Vivendi (-1%)

	Mai	Juin	Juillet	Août
<b>Valeurs entrantes ou renforcées</b>	Vicat (+4%) Vallourec (+3%)	Atos (+3%) Vinci (+3%) Legrand (+3%) Schneider (+2%) Scor (+2%)	GDF Suez (+5%) Stéria (+4%) Total (+4%) Alstom (+2%) Atos (+2%) Maurel & Prom (+1%)	Casino (+5%) France Télécom (+5%) Séchilienne (+4%) Cap Gemini (+3%) Seb (+3%)
<b>Valeurs sortantes ou allégées</b>	Sopra (-4%) Iliad (-3%) Total (-2%)	Eiffage (-3%) Séchilienne (-3%) GDF Suez (-2%)	Outremer Tél. (-6%) Casino (-4%) Alten (-3%) Vallourec (-3%) Guerbet (-2%) Scor (-2%)	Arcelor (-6%) Legrand (-5%) Schneider (-5%) Ipsos (-2%) Neurones (-2%)

	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
<b>Valeurs entrantes ou renforcées</b>	Saint-Gobain (+3%) Guerbet (+2%) Ipsos (+2%)	Vicat (+4%) GDF Suez (+3%) Vivendi (+2%)	Sanofi (+5%) Vivendi (+2%)	Klepierre (+4%) Akka Techno. (+1%)
<b>Valeurs sortantes ou allégées</b>	Vicat (-4%)	Cap Gemini (-3%) Saint-Gobain (-3%) Akka Techno. (-2%) Stéria (-2%)	Vinci (-3%) Pernod (-2%) Publicis (-2%)	Vivendi (-4%) Pernod (-3%) Publicis (-2%)

## Répartition du courtage

Courtier	2008	2009	2010	2011
Courtier 1	13%	29%	21%	22%
Courtier 2	-	-	-	21%
Courtier 3	29%	19%	26%	20%
Courtier 4	20%	27%	21%	16%
Courtier 5	17%	11%	22%	10%
Courtier 6	16%	15%	10%	10%
Courtier 7	5%	-	-	-

*"Nous répartissons les courtages entre plusieurs courtiers selon un processus de sélection qui intègre les critères d'analyse financière, de qualité d'exécution et de back office des ordres. Cette répartition fait l'objet d'une révision semestrielle".*

## Commentaires et poids des secteurs dans le portefeuille

### PETROLE & GAZ

#### Pétrole

- Niveau élevé d'investissement pour renouveler le déclin des champs en exploitation
- Poursuite du développement du pétrole non conventionnel

#### Gaz

- Distorsion importante sur le marché du gaz entre les différentes zones :
  - Etats-Unis = 2 à 4 \$ le Mbtu
  - Europe = 8 à 10 \$ le Mbtu
  - Asie = 14 à 16 \$ le Mbtu
- Ecart de prix favorable au développement du GNL (les Etats-Unis deviennent exportateurs)
- Recul des prix spot grâce à l'exploitation des gaz de schiste

#### Parapétrolières (services pétroliers)

- Activité soutenue : grands programmes d'investissements des majors + productions non conventionnelles
- Apparition de nouveaux concurrents

### UTILITIES

- Evolution programmée du mix de production (remise en cause du nucléaire, contraintes environnementales)
- Investissements futurs importants

### CONSTRUCTION, MATERIAUX & CONCESSIONS

#### Construction

- Carnets de commandes élevés chez les grands acteurs du BTP
- La construction US (après 5 années de baisse) peut être un relai au ralentissement en Europe

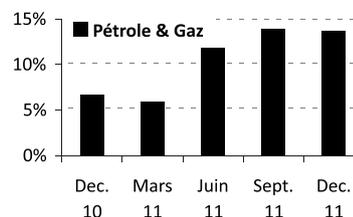
#### Matériaux

- Surcapacité de production dans les pays développés car manque de demande
- Prix assez bien tenus

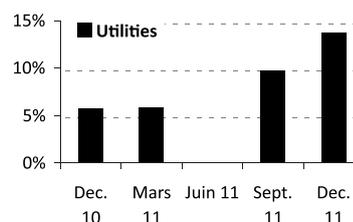
#### Concession

- Rente indexée sur l'inflation
- Volumes satisfaisants

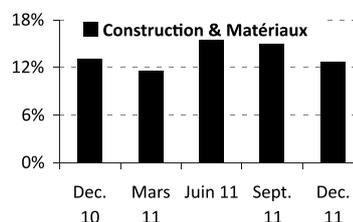
Poids dans le fonds



Poids dans le fonds



Poids dans le fonds

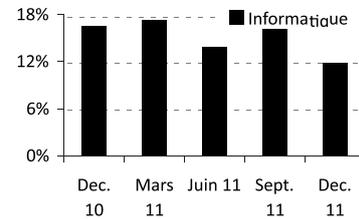




## SERVICES INFORMATIQUES

- Volumes en petite progression
- Prix discutés
- Concurrence low cost

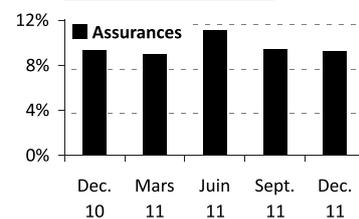
Poids dans le fonds



## ASSURANCES

- Visibilité de l'activité
- Dommages : hausse de prix pour restaurer les ratios combinés et les marges
- Assurance vie : univers de taux faibles pénalisants

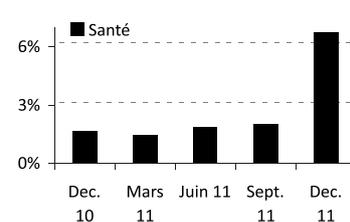
Poids dans le fonds



## SANTE

- Le cycle négatif de perte des brevets sur les blockbusters se réduit progressivement (générique)
- Activité morose en Europe (réduction des dépenses publiques), correcte aux Etats-Unis, dynamique dans les émergents

Poids dans le fonds



## MEDIAS & PUBLICITE

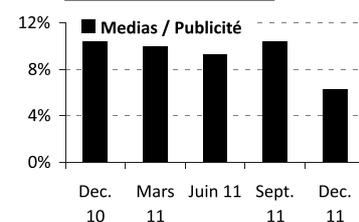
### Médias

- Fragmentation de l'audience

### Publicité

- Croissance du secteur = croissance PIB monde +1/2%
- Internet et émergents comme locomotive

Poids dans le fonds



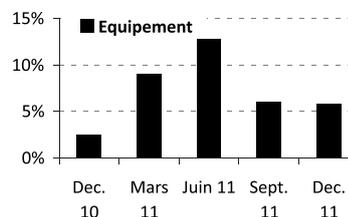
### Agence d'études

- Croissance du secteur = croissance PIB monde +2/3%
- Un monde plus complexe qui favorise les agences d'études
- Des gains de productivité grâce à internet

## EQUIPEMENTS

- Corrélation avec le secteur du BTP
- Catalyseur : développement des économies d'énergie + émergents

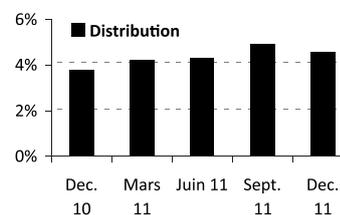
Poids dans le fonds



## DISTRIBUTION

- Fin du modèle hypermarché ?
- Difficulté des intégrés par rapport aux indépendants
- Catalyseurs : émergents + internet (drive moins couteux)

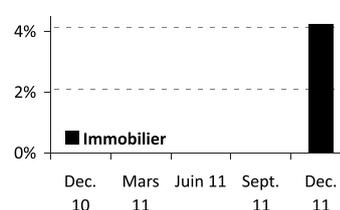
Poids dans le fonds



## IMMOBILIER

- Surperformance historique du secteur
- Fondamentaux immobiliers solides
- Décote des valeurs d'actif de 40%
- Rendement dividendes de 6.5%
- Rente indexée sur l'inflation

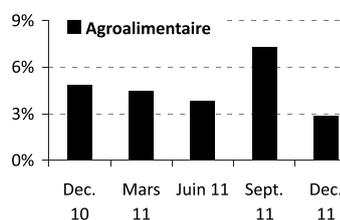
Poids dans le fonds



## AGROALIMENTAIRE

- Bataille permanente avec les distributeurs pour répercuter la hausse des matières premières
- Prime aux marques premium qui ont un meilleur pricing power...

Poids dans le fonds

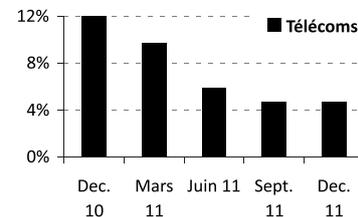




**TELECOMS** (poids réduit à 0% en janvier 2012)

- Rente et marge remises en cause
- Valorisations basses, dividendes très élevés

Poids dans le fonds



**AERONAUTIQUE** (Entrée d'EADS en portefeuille en janvier 2012 : 8% du fonds)

- Développement important des flottes et des connexions multizones (croissance du nombre de km parcouru = croissance du PIB monde + 2%)
- Défi technologique en réponse aux contraintes réglementaires et environnementales
- Effets de change importants

**SECTEURS ABSENTS DU PORTEFEUILLE**

**AUTOMOBILES**

**Constructeurs**

- Sensibilité aux matières premières
- Concurrence forte
- Recherche d'une taille critique

**Equipement/Pneus**

- Fin des exclusivités avec les constructeurs
- Accompagnement réussi des constructeurs à l'international
- Innovations discriminantes
- Pricing power favorisant les marges

**LUXE**

- Résilience de l'activité
- Cash-flow importants
- Valorisation élevée

**BANQUES**

- Contraintes réglementaires fortes (Bale III)
- Redéfinition complète du modèle de développement
- Réduction des bilans et de la rentabilité structurelle

**TECHNOLOGIE**

- Univers d'innovation permanent
- Pricing power faible
- Marges sous contraintes

**PRODUITS DE BASE**

- Surcapacité de production d'acier en Europe
- Concurrence chinoise
- Matières premières chères
- Squeeze de marge

### Carte d'identité du fonds

	CAC 40	ACTIONS 21
Nombre de valeurs	40	23
Capitalisation moyenne simple (Md€)	20	14
Capitalisation moyenne pondérée (Md€)	40	21
Rendement dividendes	4,6%	5,0%
Volatilité 1 an	28%	27%
Ratio de Sharpe 2011	-	-0,6
Tracking error 2011	-	6,3%
Ratio d'information 2011	-	-0,14
Béta 2011	-	0,94

### Compte de résultat du fonds

En M€	2011e
Chiffre d'affaires	27,0
EBIT	2,6
marge	9,6%
Résultat pdg	1,3
Dette nette	10,0
Capitalisation	11,7
Valeur d'entreprise	21,7
PE	9,0x
VE/CA	0,80x
VE/EBIT	8,4x
ROCE	12%

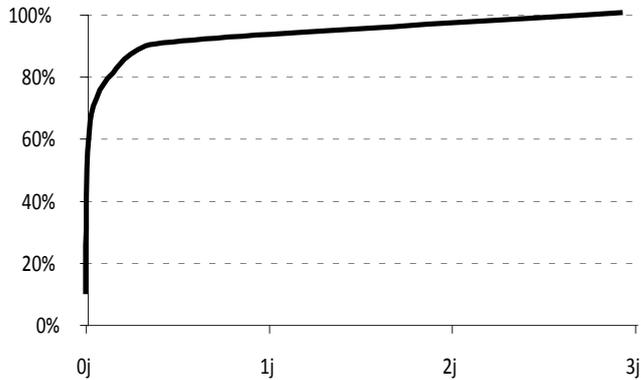
### Répartition par capitalisation

	%	Nombre de valeurs
Capi > 5 Md€	52%	8
Capi [2 - 5Md€]	12%	3
Capi [0,5 - 2Md€]	18%	4
Capi < 0,5Md€	18%	8



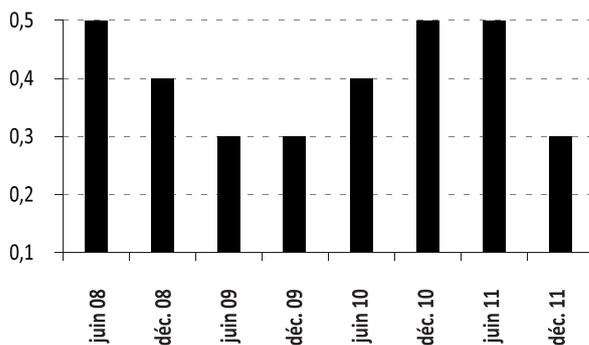
## Nombre de jour de liquidation du fonds

### Durée de liquidation de l'ensemble des lignes du portefeuille



"Au 30/12/2011 et sur la base de 100% des volumes moyens 1 an, il fallait une journée pour liquider 96% du portefeuille. La ligne la plus liquide du fonds était Total (temps pour la liquider = 0,003 jour), et la ligne la moins liquide était Guerbet (temps pour la liquider = 2,9 jours)".

### Durée de liquidation moyenne des lignes du portefeuille



"Au 30/12/2011 et sur la base de 100% des volumes moyens 1 an, la moyenne des durées de liquidation des valeurs pondérée par le poids dans le fonds était de 0,3 jour".



## AVERTISSEMENT

*"Ce document d'informations s'adresse aux investisseurs professionnels qui sont ou pourraient être classés dans la catégorie des clients dits « clients professionnels » ou « contreparties éligibles » dans le cadre des dispositions de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (Directive MIF), du règlement général établi par l'Autorité de Marchés Financiers (AMF) et du Code Monétaire et Financier. Ces produits s'adressent à des investisseurs avertis disposant des connaissances et expériences nécessaires pour comprendre et apprécier les informations qui y sont développées.*

*Ce document contient des informations présentant des OPCVM agréés par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France.*

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans un compartiment doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur la base GECO de l'Autorité des Marchés Financiers ou sur simple demande auprès de GESTION 21.*

*Risque en capital : Le porteur de part ne bénéficie d'aucune garantie de restitution du capital investi.*

*Risque action : Les investisseurs supportent un risque action à hauteur minimum de 75%. La variation des cours des actions peut faire baisser la valeur liquidative des FCP. Les choix de gestion peuvent conduire à une exposition des portefeuilles sur des sociétés de petites capitalisations. Ces entreprises, en raison de leurs caractéristiques spécifiques, peuvent présenter des risques pour les investisseurs. Cela peut faire baisser la valeur liquidative plus fortement et plus rapidement.*

*Risque lié à la gestion discrétionnaire : Le style de gestion discrétionnaire appliqué aux fonds repose sur la sélection de valeurs. Il existe un risque que les OPCVM ne soient pas investis à tout moment sur les valeurs les plus performantes. La performance des fonds peut donc être inférieure à l'objectif de gestion".*



## GESTION

**Daniel TONDU** - 04 26 69 15 71

**Pierre PUGNET** - 04 26 69 15 72

**Guillaume MORIN** - 05 57 81 18 92

**Laurent GAUVILLE** - 05 57 81 18 91

**Bruno RAMBAUD** - 04 26 69 15 74

Actions (I) FR 00 10 53 91 97

Actions (A) FR 00 10 54 18 13

Dépositaire : Caceis Bank France

Commissaire aux comptes : Deloitte