



**ACTIONS 21**

RAPPORT ANNUEL N°5

**2012**



GESTION 21 a obtenu son agrément en juillet 2007.

Les fonds **ACTIONS 21** et **IMMOBILIER 21**,  
lancés le 27 novembre 2007,  
ont fêté leurs 5 ans cette année.



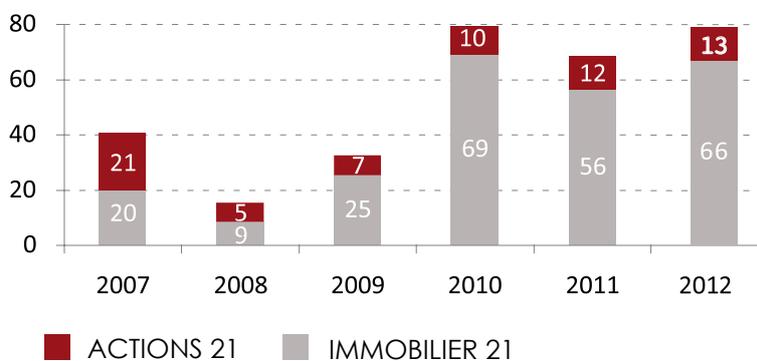
*Pierre Pognet*  
Analyste-gérant

*Bruno Rambaud*  
RCCI

*Daniel Tondou*  
ACTIONS 21

*Laurent Gauville*  
IMMOBILIER 21

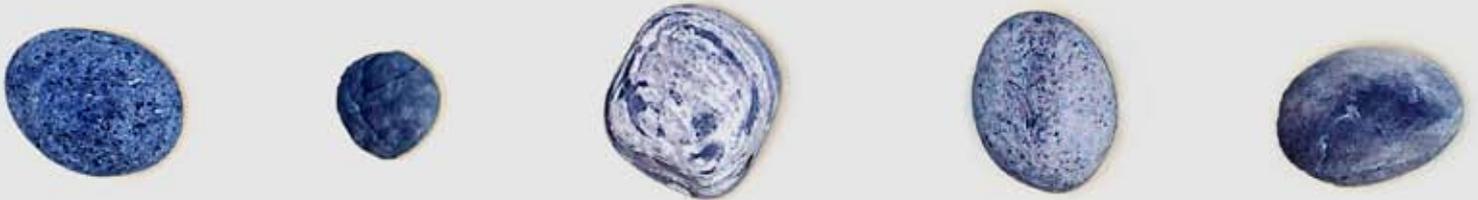
Actifs gérés (M€)



## **MESSAGE DU GÉRANT**

### **PREMIÈRE PARTIE - PERFORMANCE**

- 1** Une gestion récompensée
- 2** Performance 2012
- 3** Historique de performance
- 4** Classement
- 5** Une surperformance régulière



### **DEUXIÈME PARTIE - BILAN ET PERSPECTIVES**

- 1** Que retenir de 2012 ?
- 2** Quelles évolutions des flux de capitaux ?
- 3** Quelles performances boursières ?
- 4** Comment investir en 2013 ?
- 5** Opinions des Analystes

### **TROISIÈME PARTIE - GESTION DU FOND**

- 1** Les relations investisseurs
- 2** La gestion du portefeuille



## Message du gérant

### 1) Performance et classement : satisfaction

Le placement en actions a retrouvé des couleurs en 2012. Nous ne réaliserons pas tous les ans une performance de +25%. Dans ce chiffre, il y a bien sûr un peu de rattrapage après la mauvaise année 2011. Il y a aussi une surperformance de bon niveau (+6%).

Le classement du fonds est très satisfaisant pour toutes les durées de placement observées : 10ème sur 2012, 15ème sur 3 ans, 22ème sur 5 ans. Le fonds est classé aux meilleurs niveaux par toutes les agences de calcul de performance.

### 2) Relations investisseurs et collecte

Nous aurions aimé partager cette performance avec davantage d'investisseurs. Notre encours reste modeste. La collecte est un sujet à améliorer pour 2013.

Cela ne nous limite pas dans l'exigence de transparence et d'information des investisseurs. Dans ce domaine également, nous recherchons la qualité.

### 3) Valorisation globale du marché : le marché n'est pas bradé, place au stock picking

La performance du marché ne repose pas sur l'amélioration des résultats des entreprises. C'est le résultat de la baisse de l'aversion au risque. Certes les entreprises se portent bien. Elles ont résisté à une activité ralentie.

Il est de bon ton d'affirmer que le marché est attractif dans sa globalité. Nous ne partageons pas cette opinion. Les grandes entreprises « sans problème » portées par la croissance mondiale sont chères. Très difficile d'acheter ce type de valeurs dans notre gestion Value (PE entre parenthèses) : Essilor (27), L'Oréal (23), LVMH (20), Air Liquide (18), Danone (18), Pernod Ricard (18), Sodexo (18).

A l'opposé, de nombreuses valeurs à « problèmes » semblent bradées avec des multiples très inférieurs à 10 fois les résultats : Banques, Télécom, Utilities. C'est également difficile pour un gérant d'acheter des « problèmes ».

En définitive, nous avons un portefeuille qui tout en évitant les dossiers difficiles, arrive à se concentrer sur des entreprises sous-valorisées. Plus que jamais nous croyons au stock picking en 2013.

### 4) Notre portefeuille 2013 : 3 grilles de lecture des choix de gestion

#### a) Economie numérique : conséquence pour les sociétés

Presque toutes les sociétés sont concernées par le développement du numérique (internet, mobilité,...). Les sociétés sont concernées autant au niveau de leur propre organisation (communication interne, stockage des données) que dans leurs rapports avec les tiers (fournisseurs, clients). Mais c'est surtout une remise en cause parfois brutale des canaux de distribution historiques. C'est d'abord une menace pour les grandes sociétés du secteur. Agences média, Editeurs de contenus, Distributeurs de biens de consommation, Services financiers, Immobilier de centres commerciaux sont en première ligne.

C'est aussi une opportunité pour les petites sociétés qui émergent dans ces nouveaux métiers.

b) Recomposition structurelle majeure des périmètres d'activité des sociétés. Ce n'est pas un sujet de croissances externes dites « stratégiques », ce sont plutôt des cessions de périmètres importants d'activités ou des spin-off de grands groupes. Vivendi, PPR, Lagardère,... Ce thème représente 9% du portefeuille au 1er janvier 2013.

c) Interventions des États : attention danger. Des interventions négatives des États sont à craindre. Plusieurs grandes entreprises sont concernées. Exemples : Taxes diverses (Télécoms, TVA, autoroutes), Réglementation (énergie, crédit, consommation). EDF, GDF-Suez, France-Telecom, Peugeot et Vinci sont directement concernées.

Daniel Tondu

## BILAN DE L'ANNÉE

**Macro :**  
Détente des craintes sur la dette  
Interrogation sur la croissance

**Marchés :** Hausse des indices  
CAC 40 : +15%  
CAC 40 div. réinvestis : +19%

### **ACTIONS 21**

**Performance :** +25%  
**Surperformance :** +6%  
**Classement 2012 :** 10ème sur 123  
**Classement 3 ans :** 15ème sur 116  
**Classement 5 ans :** 22ème sur 109

### **Valorisation des actions au 31/12/2012**

<b>PE 2012e :</b>	<b>12.2x</b>	<b>12.2x</b>
<b>VE/EBIT 2012e :</b>	<b>10.1x</b>	<b>9.7x</b>
<b>VE/CA 2012e :</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.2x</b>
<b>Rendement div. 2012e :</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.5%</b>
<b>Prime de risque 2012e :</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,0%</b>

### **Moyenne 2004-2012**

## PREMIÈRE PARTIE - PERFORMANCE

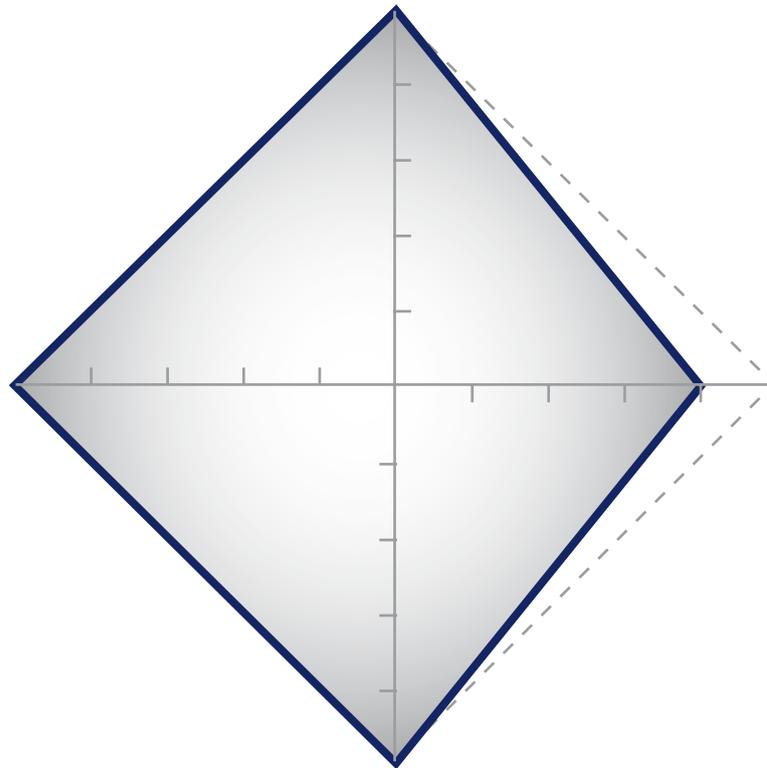


- 1** Une gestion récompensée
- 2** Performance en 2012
  - *Performance du fonds*
  - *Contributeurs à la surperformance*
- 3** Historique de performance
- 4** Classement
  - *Un fonds bien classé sur toutes les périodes*
  - *Comparaison à un panel de fonds et répartition des fonds actions France*
- 5** Une surperformance régulière



5

LIPPER LEADERS

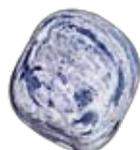


Quantalys  
★★★★★

MORNINGSTAR  
★★★★

*Europerformance*

+++++



## 2 PERFORMANCE EN 2012

Le fonds ACTIONS 21 a réalisé en 2012 une performance de +25%, soit une surperformance de +6% par rapport à son indice de référence, le CAC 40 dividendes réinvestis.

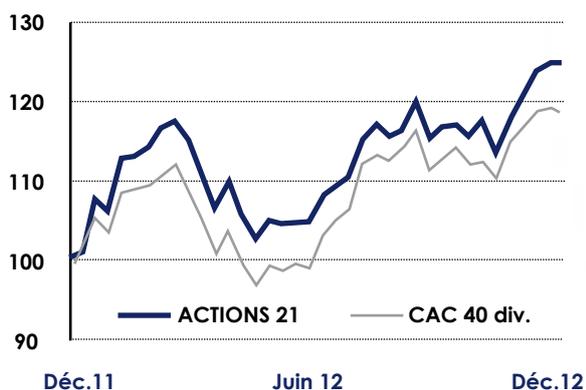
Le fonds ACTIONS 21 s'est classé 10<sup>ème</sup> sur 123

	2012
<b>ACTIONS 21 (part I)</b>	<b>+25%</b>
CAC 40 dividendes réinvestis	+19%
<b>Surperformance</b>	<b>+6%</b>

	2012
<b>ACTIONS 21 (part I)</b>	<b>+25%</b>
CAC 40	+15%
<b>Surperformance</b>	<b>+10%</b>

	Classement 2012*
<b>ACTIONS 21 (part I)</b>	<b>10<sup>ème</sup> sur 123</b>

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



**+22,2%**  
Performance du portefeuille figé au  
premier janvier 2012  
Les mouvements  
ont ainsi permis un gain de +2.4 points  
de performance.



Sources : Euronext, Europerformance, GESTION 21  
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

## Contributeurs à la surperformance 2012 de +5,8%

### Valeurs en portefeuille ou surpondérées en 2012

#### Contributeurs positifs

Eiffage	+3,4%
Axa	+1,6%
Atos	+1,5%
Guerbet	+1,1%
Alstom	+1%

#### Contributeurs négatifs

France Télécom	-0,7%
Seb	-0,7%
EDF	-0,5%
Jacquet Metal	-0,4%
Scor	-0,3%

### Valeurs absentes ou sous-pondérées en 2012

#### Contributeurs positifs

Total	+1,3%
GDF-Suez	+0,7%
Danone	+0,7%
Vivendi	+0,5%
ArcelorMittal	+0,3%

#### Contributeurs négatifs

BNP Paribas	-1,4%
Société Générale	-0,9%
Schneider	-0,6%
Sanofi	-0,5%
Michelin	-0,5%

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.*

## Répartition de la surperformance

Capitalisation	Pondération dans le fonds	Surperformance 2012
> 2Md€	52%	+3,7%
0,5 à 2Md€	22%	+0,2%
< 0,5Md€	26%	+2,5%
Trésorerie	0,2%	-0,5%
<b>Pondération au 31/12/2012</b>		<b>+5,8%</b>



8





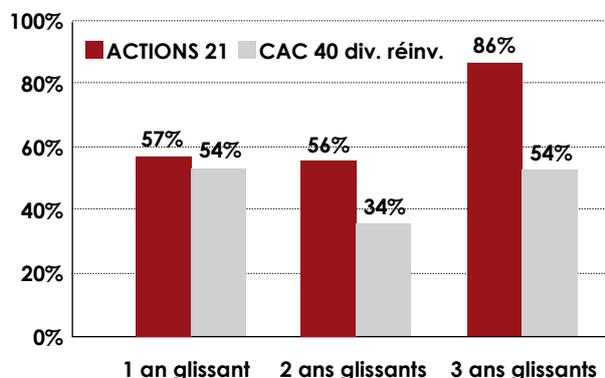
### 3 HISTORIQUE DE PERFORMANCE

	ACTIONS 21	CAC 40 div. réinvestis	Surperformance	Classement*
1 an	+25%	+19%	+6%	10 <sup>ème</sup> sur 123
3 ans	+15%	+1%	+13%	15 <sup>ème</sup> sur 116
5 ans	-12%	-23%	+10%	22 <sup>ème</sup> sur 109

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



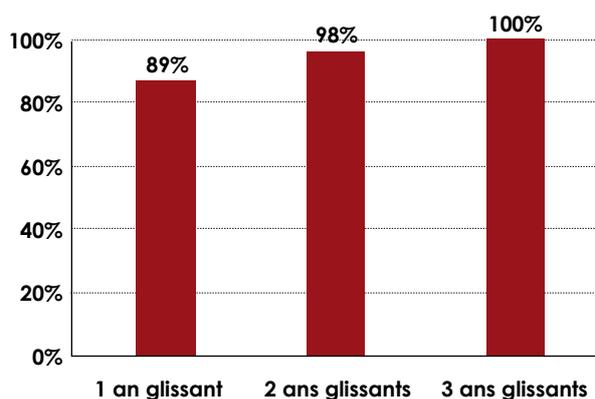
#### Fréquence de gain (performance absolue positive)



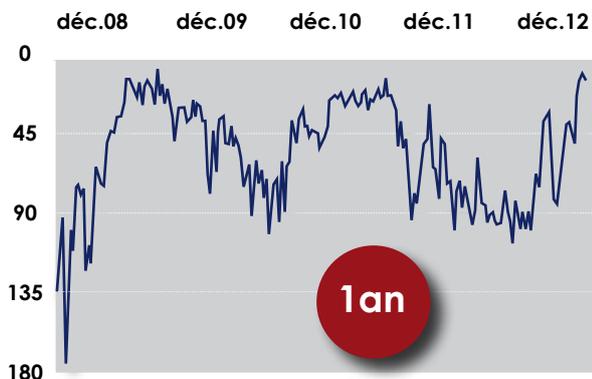
Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à ACTIONS 21 pour une durée de 3 ans a présenté une fréquence de gain de 86% (451 fois sur 527 observations).

#### Fréquence de surperformance (performance relative positive) :

Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à ACTIONS 21 pour une durée de 3 ans a présenté une fréquence de surperformance de 100% (527 fois sur 527 observations).



Sources : Euronext, Europerformance, GESTION 21  
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances

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

**Performance et classement**

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

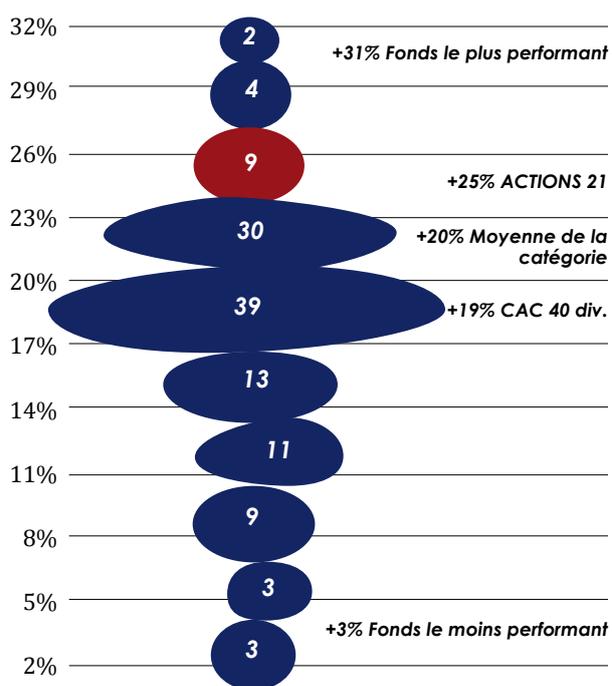
- dates retenues pour le calcul
- choix de l'indice de comparaison
- indice dividendes réinvestis ou non

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.

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

Fonds	Performance 2012
Moneta Multi Caps A	+31%
Mandarine Opportunités I	+28%
Agressor PEA	+27%
Sycomore FranceCap I	+26%
<b>ACTIONS 21</b>	<b>+25%</b>
Métropole France	+24%
La Sicav des analystes	+21%
CAC 40 div. réinvestis	+19%
Axa France Actions C	+19%
Tricolore Rendement C	+15%
Centifolia C	+14%
Richelieu France	+13%
Ulysse C	+6%



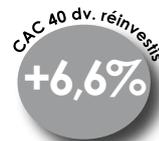
Sources : Europerformance, GESTION 21

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



5 UNE SURPERFORMANCE RÉGULIÈRE

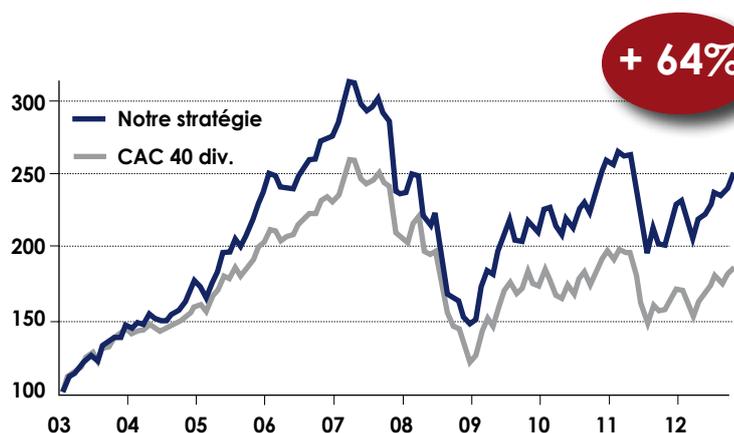
PERFORMANCE 10 ANS ANNUALISÉE



7 ANNÉES SUR 10 DE SURPERFORMANCES SIGNIFICATIVES



3 ANNÉES SUR 10 DE FAIBLES SOUSPERFORMANCES



**+ 64%** SURPERFORMANCE DEPUIS 2003

Historiquement, les écarts de performance entre le fonds et le CAC 40 sont faibles lors des années de sousperformance. Au contraire, lors des années de surperformance les écarts en faveur du fonds sont significatifs.

Année	Notre stratégie	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%
2012	+25%	+19%	+6%
<b>TOTAL</b>	<b>+151%</b>	<b>+87%</b>	<b>+64%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>+9,8%</b>	<b>+6,6%</b>	<b>+3,2%</b>

La performance annualisée 9 ans 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 Tondou 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 Tondou n'a pas géré de fonds, induit une partie de simulation de performance passée au sens de l'AMF

• Période 3 (61 mois) :

La performance du fonds « ACTIONS 21 » du 27/11/2007 au 31/12/2012

Sources : Euronext, GESTION 21

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

## DEUXIÈME PARTIE - BILAN ET PERSPECTIVES

### 1 Que retenir de 2012 ?

- *Intervention de la BCE*
- *Recul des taux souverains européens malgré les incertitudes sur la croissance*



### 2 Flux de collecte contrastés

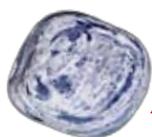
### 3 Performances boursières positives

- *Performance 2012 des différentes classes d'actifs*
- *Performance du marché français*
- *Valorisations et performances contrastées entre groupe de valeurs*

### 4 Comment investir en 2013 ?

- *Valorisation du CAC 40*
- *Priorité au stock picking*
- *Trois éléments de lecture des choix d'investissement en 2013*

### 5 Opinions des Analystes



## 1 QUE RETENIR DE 2012 ?

**L'année 2012 a été marquée par la forte implication de la Banque Centrale Européenne dans la gestion de la crise de la Zone euro.**

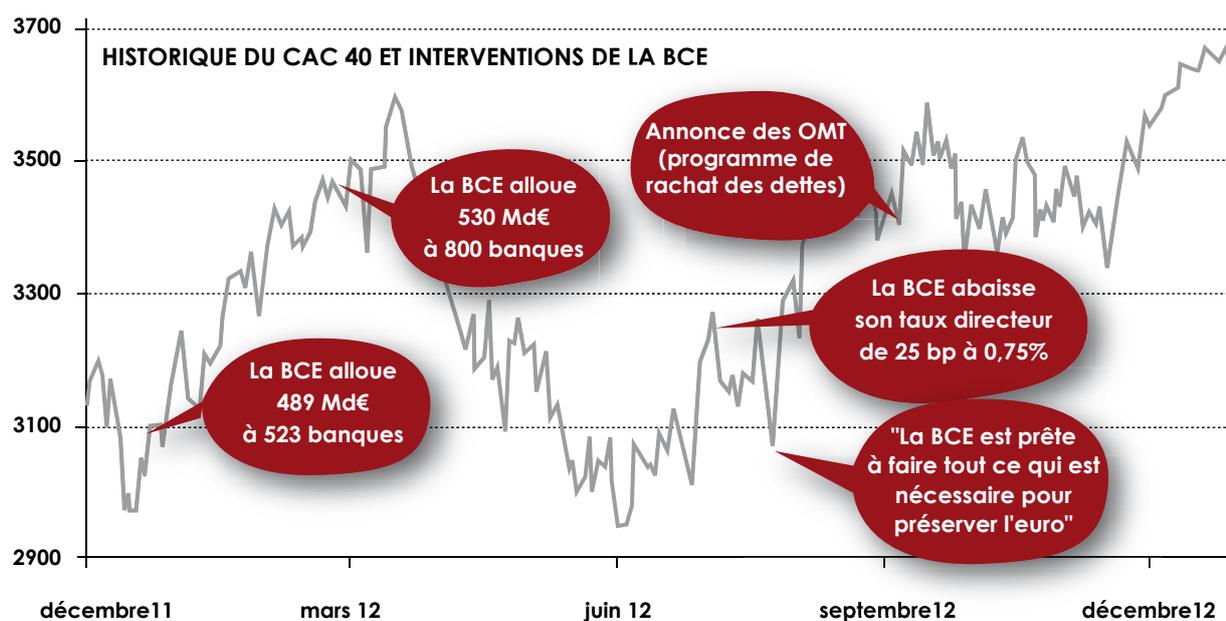
### Éléments clés de son intervention :

- Fin 2011 et début 2012, la BCE alloue un total de 1 000Md€ aux banques lors de deux opérations de refinancement exceptionnelles à 3 ans.

- Le 5 juillet 2012, la BCE abaisse son principal taux directeur de 25bp à 0.75%.

- Le 26 juillet 2012 Mario Draghi annonce que "la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro".

- En septembre la BCE annonce un nouveau programme, elle s'engage à des achats illimités de titres de dettes souveraines à des maturités de 1 à 3 ans sur les marchés secondaires pour les pays qui demanderaient l'aide du FESF/MES.



Sources : Euronext, GESTION 21

## Recul des taux souverains européens

Les craintes sur les dettes européennes se sont réduites en 2012, entraînant les taux souverains à la baisse ainsi que les spreads par rapport à l'Allemagne.

### Taux 10 ans des Etats :

	2011	2012	Variation
<b>Allemagne</b>	1,8%	1,3%	<b>-50bp</b>
<b>Pays-Bas</b>	2,2%	1,5%	<b>-70bp</b>
<b>Finlande</b>	2,3%	1,5%	<b>-80bp</b>
<b>Autriche</b>	3,3%	1,8%	<b>-150bp</b>
<b>France</b>	3,2%	2,0%	<b>-120bp</b>
<b>Belgique</b>	4,1%	2,0%	<b>-200bp</b>
<b>Irlande</b>	8,1%	4,4%	<b>-370bp</b>
<b>Italie</b>	7,1%	4,5%	<b>-260bp</b>
<b>Espagne</b>	5,1%	5,3%	<b>+20bp</b>
<b>Portugal</b>	13,4%	7,0%	<b>-640bp</b>
<b>Grèce</b>	35,0%	11,9%	<b>-2 300bp</b>

### Spread par rapport à l'Allemagne (bp) :

	2011	2012	Variation
<b>Allemagne</b>	-	-	-
<b>Pays-Bas</b>	+36	+17	<b>-19</b>
<b>Finlande</b>	+47	+20	<b>-27</b>
<b>Autriche</b>	+142	+43	<b>-99</b>
<b>France</b>	+132	+68	<b>-64</b>
<b>Belgique</b>	+223	+72	<b>-151</b>
<b>Irlande</b>	+626	+306	<b>-320</b>
<b>Italie</b>	+528	+318	<b>-210</b>
<b>Espagne</b>	+326	+394	<b>+68</b>
<b>Portugal</b>	+1 153	+570	<b>-584</b>
<b>Grèce</b>	+3 313	+1 058	<b>-2 255</b>

Les craintes sur la croissance et les éventuelles conséquences sur la maîtrise des déficits ont été un enjeu important cette année. L'Espagne avec une situation économique très difficile en est l'illustration puisque c'est le seul pays qui a connu une progression de ses taux en 2012.

Sources : Bloomberg, GESTION 21



## 2 FLUX DE COLLECTE CONTRASTÉS

➔ COLLECTES NETTES POSITIVES

➔ COLLECTES NETTES NÉGATIVES

LIVRET A

+28 Md€

OPCVM trésorerie

+22Md€

ASSURANCE-VIE

-3 Md€

OPCVM Actions

-15 Md€



## 3 PERFORMANCES BOURSIÈRES POSITIVES

### Les OPCVM

Trésorerie	+0,3%
Obligations euro	+10%
Gestion Alternative Multistratégies	+2%
Obligations convertibles euro	+13%
Diversifiés euro mixte	+13%
Actions Amérique du Nord	+11%
Actions Asiatiques	+13%
Actions Françaises	+20%
Actions Internationales	+13%
Actions Européennes	+18%
Actions Marchés Emergents	+14%
Actions Amérique Latine	+10%

### Les indices (dividendes réinvestis)

Allemagne - DAX 30	+29%
Brésil - IbrX 50	+5%
Espagne - IBEX 35	+1%
Etats-Unis - S&P 500	+15%
France - CAC 40	+19%
Hong Kong - Hang Seng	+24%
Italie - MIB	+9%
Japon - Topix	+10%
Royaume-Uni - FTSE 100	+9%

### Les obligations d'Etats

Zone Euro AAA	+8%
Zone Euro hors AAA	+18%

### Les obligations corporates

Dollar Investment grade	+12%
Dollar High yield	+14%
Euro Investment grade	+11%
Euro High yield	+23%

### Les matières premières

Pétrole (Brent UK)	+3%
Gaz (Natural Gas UK)	+24%
Or (Nymex)	+7%
Blé (Chicago Board of Trade)	+19%



Sources : Bloomberg, Caisse des dépôts, Euro MST, Europerformances, FFSA, IBOXX, GESTION 21

## Performance du marché français

### Performance selon la capitalisation :

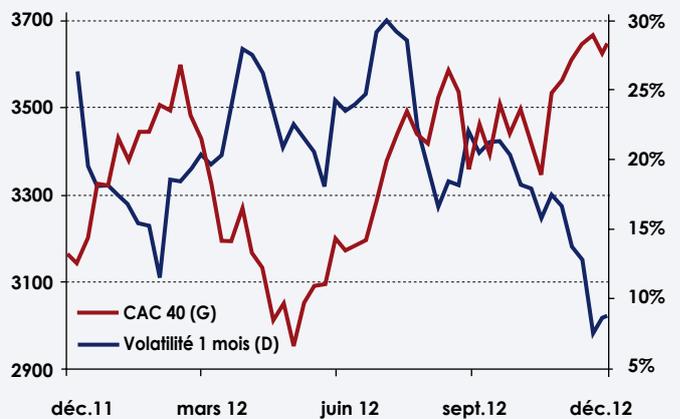


L'année 2012 se caractérise par une bonne performance des valeurs moyennes.

Cette performance s'explique par la capacité des valeurs moyennes à croître dans un environnement incertain.

### Performance et volatilité du CAC en 2012 :

L'année 2012 a été rythmée par l'activisme de la BCE. Les craintes sur les dettes et sur la croissance ont généré de la volatilité, pesant sur la performance du CAC 40. La fin d'année a été plus calme.

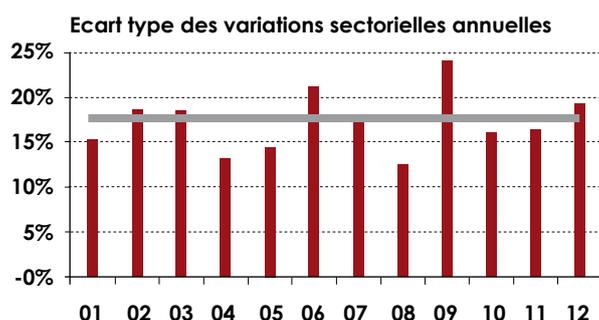


Sources : Euronext, GESTION 21

**Performance des secteurs :**

En 2012 l'écart de performance entre les secteurs a été important avec d'un extrême à l'autre les Banques en hausse de +45% et les Télécoms en recul de -31%. L'écart type s'élève à 19%.

Indices Euronext (hors div.)	Performance			Poids dans Actions 21	
	S1	S2	2012	Déc. 11	Déc. 12
Banques	-0%	+45%	+45%	-	-
Informatique	+20%	+14%	+37%	<b>12%</b>	<b>15%</b>
Automobiles	+8%	+26%	+35%	-	-
Equipement	+10%	+22%	+35%	<b>6%</b>	<b>9%</b>
Assurances	+5%	+26%	+31%	<b>9%</b>	<b>5%</b>
Immobilier	+6%	+21%	+28%	<b>4%</b>	<b>7%</b>
Santé	+10%	+17%	+28%	<b>7%</b>	<b>9%</b>
Luxe	+11%	+14%	+26%	-	<b>5%</b>
Aéronautique	+18%	+6%	+26%	-	<b>5%</b>
Conso. courante	+5%	+12%	+18%	<b>3%</b>	<b>3%</b>
BTP & Mat.	+5%	+10%	+16%	<b>13%</b>	<b>8%</b>
<b>CAC 40</b>	<b>+1%</b>	<b>+14%</b>	<b>+15%</b>	-	-
Distribution	-12%	+25%	+10%	<b>5%</b>	-
Médias & Pub.	-6%	+17%	+10%	<b>6%</b>	<b>13%</b>
Chimie / Base	-2%	+12%	+10%	-	<b>2%</b>
Agro-alim.	+1%	+2%	+3%	-	-
Pétrole et Gaz	-8%	+10%	+1%	<b>14%</b>	<b>11%</b>
Technologie	+0%	+1%	+1%	-	-
Utilities	-8%	-13%	-20%	<b>14%</b>	<b>2%</b>
Télécoms	-15%	-20%	-31%	<b>5%</b>	<b>6%</b>
Ecart type	9%	14%	19%	-	-



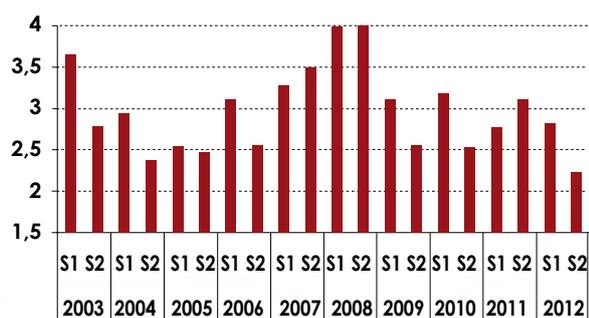
### Volume du CAC 40 :

L'année 2012 s'est caractérisée par des volumes en recul par rapport à 2011. Les échanges journaliers moyens du CAC 40 sont de 2.7Md€ en 2012 contre 3.5Md€ en 2011.

Cependant la comparaison sur 1 an peut être trompeuse. L'année 2011 avait été impactée par la recrudescence des craintes en zone euro et une forte volatilité. De plus la valorisation du marché a un impact sur les volumes en masse.

Ainsi, pour mieux apprécier le niveau des volumes d'échange, il faut s'inscrire sur un horizon de temps long et retraiter l'effet valorisation.

### Volumes moyens journaliers du CAC 40 retraités de l'effet valorisation (en Md€) :



Nous constatons que l'année 2012 peut se décomposer en deux périodes. Le premier semestre présente des volumes moyens « normaux ».

Le second semestre souffre par contre de volumes particulièrement faibles, puisque c'est le semestre avec les plus faibles échanges depuis 2003.

Même s'il est difficile d'en tirer des conclusions définitives, le recul des transactions coïncide avec la mise en place de la TTF (taxe sur les transactions financières) appliquée depuis le 1er août 2012 sur les capitalisations françaises de plus d'1Md€ (taxe de 0,2% du montant de l'achat).



## Valorisations et performances contrastées entre groupes de valeurs

En 2012, nous avons jugé pertinent de constituer des groupes de valeurs non pas selon les critères habituellement retenus (Value/Growth, Cycliques/Défensives, Large/Mid/Small Cap), mais selon notre appréciation du profil de l'entreprise.

Nous avons ainsi dégagé 3 groupes, chaque groupe étant constitué d'un nombre restreint d'entreprises afin d'être au plus proche du critère retenu.

### Groupe 1: Valeurs de croissance

En Md€	04	05	06	07	08	09	10	11	12e
CA	61	66	71	74	79	79	89	98	109
Marge d'Ebit	14,3%	14,8%	15,1%	15,6%	15,8%	15,0%	15,7%	16,2%	16,3%
Résultats	5,2	6,1	6,9	7,4	7,7	7,5	9,0	10,1	11,4
Fonds Propres	33	43	45	49	49	59	64	74	79
Gearing	47%	41%	37%	48%	64%	40%	31%	29%	23%
Capitalisation	107	129	158	170	113	151	185	186	226
Rdmt div.	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	2,5%	2,2%	2,1%	2,4%	2,2%
Payout	34%	34%	37%	39%	37%	44%	43%	44%	43%
VE/CA	2,01	2,23	2,44	2,62	1,84	2,21	2,30	2,12	2,24
VE/EBIT	14,1	15,1	16,1	16,9	11,6	14,7	14,7	13,1	13,8
PE	20,7	21,2	22,7	22,9	14,7	20,2	20,6	18,5	19,7

**Les valeurs de croissance sont globalement à leur prix**



L'ORÉAL®



## Groupe 2 : Valeurs cycliques

En Md€	04	05	06	07	08	09	10	11	12e
CA	167	212	243	274	282	233	260	268	274
Marge d'Ebit	8,9%	9,7%	10,2%	10,6%	10,3%	5,3%	7,0%	7,3%	6,8%
Résultats	8,7	14,6	15,9	19,5	20,8	7,8	12,4	10,9	10,6
Fonds Propres	61	100	118	127	115	136	151	145	146
Gearing	40%	46%	35%	34%	41%	28%	28%	32%	31%
Capitalisation	92	133	174	216	107	154	151	105	126
Rdmt div.	3,8%	2,6%	3,0%	2,8%	3,3%	2,4%	3,1%	4,6%	4,1%
Payout	40%	23%	33%	32%	17%	48%	37%	45%	48%
VE/CA	0,69	0,84	0,88	0,95	0,55	0,82	0,74	0,57	0,62
VE/EBIT	7,8	8,7	8,7	8,9	5,3	15,4	10,5	7,8	9,2
PE	10,6	9,1	11,0	11,1	5,1	19,8	12,2	9,7	11,9

Les valeurs cycliques sont globalement à leur prix



## Groupe 3 : Valeurs "à problèmes"

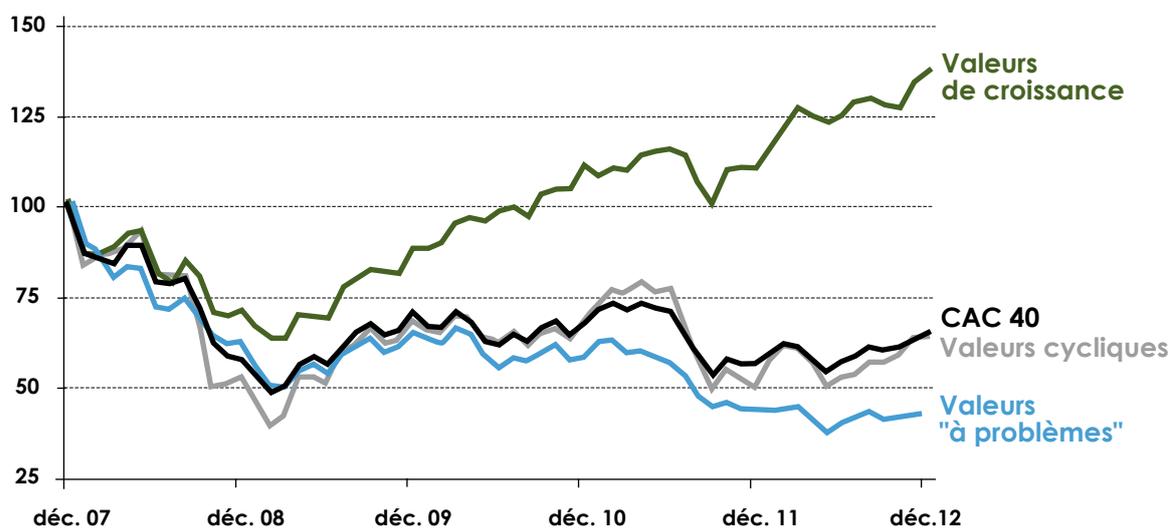
En Md€	04	05	06	07	08	09	10	11	12e
CA	167	251	275	331	353	344	352	348	352
Marge d'Ebit	13,2%	14,4%	13,5%	13,1%	12,3%	12,8%	12,3%	11,7%	11,6%
Résultats	10,4	16,9	20,2	25,1	23,1	22,9	23,7	20,6	19,9
Fonds Propres	67	126	137	198	188	200	218	220	226
Gearing	125%	78%	64%	48%	60%	66%	57%	62%	62%
Capitalisation	177	283	345	453	295	299	255	207	199
Rdmt div.	2,1%	2,8%	2,9%	2,8%	5,1%	4,6%	5,4%	6,5%	6,2%
Payout	36%	46%	49%	50%	65%	60%	58%	65%	62%
VE/CA	1,56	1,52	1,57	1,65	1,15	1,25	1,08	0,99	0,96
VE/EBIT	11,8	10,5	11,6	12,6	9,4	9,8	8,7	8,5	8,3
PE	17,0	16,7	17,1	18,0	12,8	13,1	10,7	10,0	10,0

La sous-valorisation apparente des valeurs "à problèmes" est en partie justifiée



**Performance des 3 groupes :**

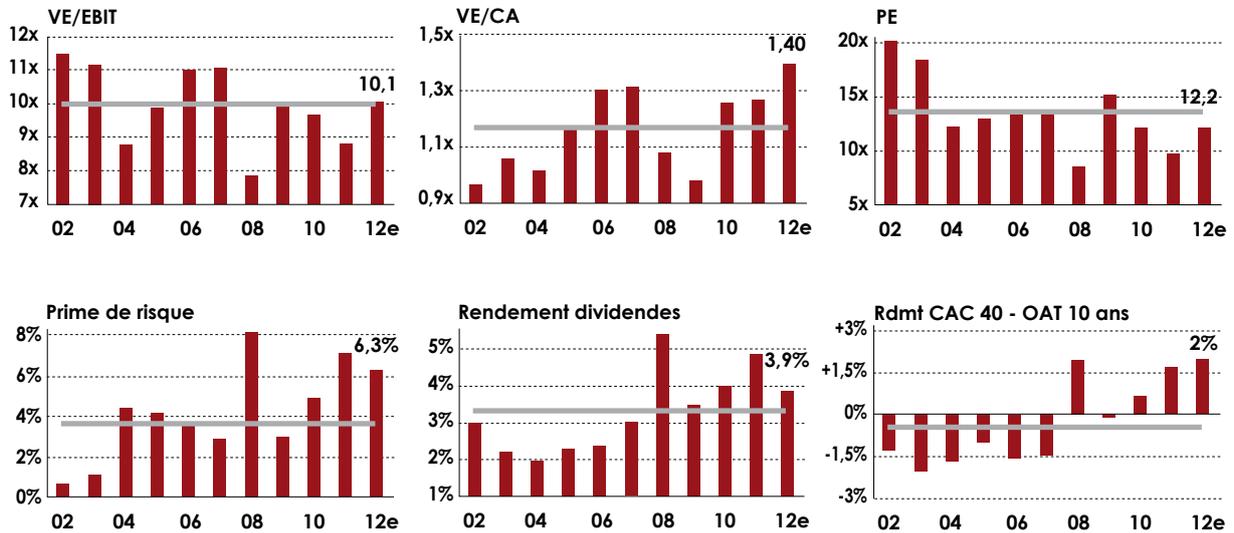
	CAC 40	Valeurs de croissance	Valeurs cycliques	Valeurs "à problèmes"
2008	-43%	-29%	-47%	-38%
2009	+23%	+26%	+34%	+6%
2010	-4%	+25%	-2%	-11%
2011	-17%	+0%	-29%	-30%
<b>2012</b>	<b>+15%</b>	<b>+23%</b>	<b>+27%</b>	<b>-3%</b>
<b>2007-2012</b>	<b>-35%</b>	<b>+37%</b>	<b>-35%</b>	<b>-57%</b>





## 4 COMMENT INVESTIR EN 2013 ?

### Valorisation du CAC 40



Sur la base d'un retour aux multiples moyens historiques, le potentiel de hausse du marché est proche de +10%. Ce n'est pas considérable. Ce n'est pas le signe d'une sous valorisation

manifeste. Il est néanmoins possible de trouver de "bonnes affaires" tout en restant méfiant sur un retour systématique à la moyenne historique. Place au stock picking.

### Éléments de valorisation globale du marché

		2012	2013
La valorisation	PE - Prime de risque	++	+
	VE/CA - VE/EBIT		
Les entreprises	Rendement	=	=
	Situation financière		
	Résultats		
La macroéconomie	Perspectives	-	=
	Croissance du PIB		
	Dettes publiques		
	Crise Zone Euro		
Les flux	Investissement à risque	=	+
TOTAL		+	++

### Potentiel de hausse (pour un retour à la valorisation moyenne 2004/2012\*):

Valeurs de croissance	+2%
Valeurs de cycliques	+4%
Valeurs "à problèmes"	+32%

### **Priorité au stock picking en 2013**

Cette analyse de la valorisation nous conforte dans l'importance du choix de valeurs en 2013. Nous avons constitué un portefeuille qui est composé de valeurs qui nous semblent attractives, aussi bien des valeurs cycliques que des valeurs de croissances, mais toujours avec une conviction de sous-valorisation significative.

### **Trois éléments de lecture des choix d'investissement 2013**

En lecture transversale, il nous semble important d'analyser nos choix de gestion au regard des 3 éléments suivants :

#### **1. Economie numérique : conséquence pour les sociétés**

Presque toutes les sociétés sont concernées par le développement du numérique (internet, mobilité,...).

*Secteurs : Agences médias, éditeurs, distributeurs, services financiers, centres commerciaux.*

**Sociétés du portefeuille concernées :**

**Stéria (10%), Lagardère (5%), Ipsos (4%), Seb (3%)**



#### **2. Recomposition structurelle majeure des périmètres d'activité des entreprises**

Ce n'est pas un sujet de croissances externes « stratégiques », ce sont plutôt des cessions ou des spin-off de grands groupes.

**Sociétés du portefeuille concernées :**

**Lagardère (5%), PPR (5%)**



#### **3. Intervention de l'Etat : attention danger**

Des interventions négatives de l'Etat sont à craindre.

Exemples : Taxes diverses (Télécoms, TVA, autoroutes), Réglementation (énergie, crédit, consommation).

*Secteurs : Concessions d'autoroutes, Utilities, Télécoms.*

**Sociétés du portefeuille concernées :**

**France Télécom (6%), Vinci (3%), EADS (5%)**





**"Aéronautique". Par Christophe Menard, analyste financier secteur aéronautique, Kepler**

Nous restons résolument optimistes sur le secteur aéronautique civil en 2013, en dépit d'une année 2012 déjà positive et une hausse des cours comprise entre 30% et 40%.

Les raisons motivant notre optimisme s'articulent autour d'un solide carnet de commandes de huit années chez Airbus, d'une capacité de financement des nouveaux avions toujours disponible, d'une croissance de trafic soutenue et d'un cycle restant toujours bien orienté.

La croissance du trafic aérien passager est restée solide en 2012, à 5.3% à fin Novembre 2012. Le trafic est l'indicateur sous-jacent de croissance du secteur aéronautique, avec des niveaux de 5%-6% considéré comme des niveaux moyens garantissant une expansion continue du secteur. Par ailleurs, le trafic cargo, un autre indicateur avancé de cycle, a également rebondi en Novembre, reflétant un meilleur indice de sentiment des consommateurs américains.

Nous sommes dans une situation très différente de 2008-2009, où les trafics passager et cargo avaient plongé jusqu'à plus de -10%. L'heure est donc, de notre point de vue, à un scénario prudemment optimiste, lequel pourrait se trouver raffermi par une reprise économique mondiale et contribuant à soutenir le trafic. Un fait assez marquant des dernières années est une gestion beaucoup plus fine de la capacité par des compagnies aériennes. La croissance est de 4% à fin Novembre 2012, en dessous du trafic, évitant de fait un nombre d'avions en excès par rapport à la demande passager. Les compagnies américaines sont de ce point de vue les plus disciplinées.

Le solide carnet de commande de plus de huit années chez Airbus est un double indicateur positif : il donne tout d'abord une visibilité sans précédent, faisant de l'aéronautique civile un des

secteurs industriels les moins corrélés aux aléas économiques à court terme. Le carnet a explosé en 2011 du fait d'un besoin des compagnies aériennes en avions moins gourmands en kérosène.

Il devrait continuer à croître, Airbus guidant vers 700 commandes brutes en 2013, après deux fortes années en 2011 et 2012. De plus, sa taille est telle qu'il permet également de lisser les livraisons d'Airbus dans le temps, en dépit de l'inévitable cyclicité du secteur aéronautique : certaines des compagnies aériennes clientes d'Airbus feront sans doute faillite, d'autres émergeront. De fait, le carnet de commande fluctuera, mais la profondeur du carnet et la capacité d'Airbus à « surbooker » sa chaîne de fabrication et reprogrammer des livraisons font que ces aléas n'impacteront pas les livraisons finales.

Ce fut déjà le cas en 2008 et 2009, avec une profondeur de carnet moindre.

Nous n'ignorons pas la concurrence chinoise, mais certifier un nouvel avion est un long processus et garantir une fiabilité à 99% est affaire d'expérience. De fait, nous voyons cette concurrence émerger en 2020 au plus tôt.

Quant au financement des avions, l'année 2012 a démontré, en dépit des craintes liées au retrait de certaines banques françaises du secteur, que les moyens de financement restaient présents, grâce au crédit-bail, au financement crédit export et à l'émission croissante d'obligations par les compagnies aériennes.

EADS et ses fournisseurs n'ont procédé qu'à peu de financements clients en 2012. En 2013, le besoin de financement des avions sera en croissance de plus de 20%, à \$110 milliards, mais nous n'attendons pas une pénurie d'organismes prêteurs : les avions restent des actifs de bonne qualité.

De fait, la question n'est plus de savoir si les livraisons fluctueront à la hausse ou à la baisse : nous sommes dans une industrie de croissance. La question est davantage de savoir si l'industrie est capable de faire croître ses marges dans le temps.

Nous croyons en la capacité d'EADS et de ses fournisseurs à bénéficier d'un levier opérationnel en 2013-2015. Les cadences de production sont à la hausse, notamment chez Boeing en 2013, alors qu'Airbus a réalisé l'essentiel de l'augmentation en fin 2012.

En 2013, nous prévoyons une hausse des livraisons chez Airbus de 5% et de 16% chez Boeing. Les ajustements de cadences se font avec des préavis d'au minimum six mois, de manière à ne pas heurter une chaîne logistique déjà tendue. L'industrie a besoin d'évoluer vers des modes de production de type « lean » et les met progressivement en place. Il y a donc des réservoirs de productivité à exploiter, garants d'une meilleure rentabilité. EADS guide par exemple sur des marges de 10% en 2015, un bond considérant les 5% attendus en 2012.

L'industrie vend en dollar et est donc sujette à l'effet taux de change sur les marges. Cet effet est contenu sur les prochaines années du fait de politiques de couverture garantissant des niveaux de taux de change transactionnels stables jusqu'en 2015 (chez EADS) ou à la baisse (chez Safran). Seule Zodiac a une politique de couverture ne dépassant pas une année et est donc plus sujette à d'éventuelles fluctuations.

Il y a toutefois des ombres à ce tableau positif, mais nous les pensons sous contrôle.

Les retards sur les gros programmes peuvent impacter la rentabilité. Les problèmes sur l'industrialisation de l'A380 et de l'A400M en sont des

illustrations. Plus récemment, l'immobilisation de la flotte de B787 le 17 Janvier 2013 démontrent la nécessité d'une gestion de développement programme des plus rigoureuses. Nous croyons qu'EADS a su capitaliser sur ses difficultés passées : même si l'A350 ne sera sans doute pas exempt de retards supplémentaires, le programme semble être sur de bons rails.

Une seconde ombre au tableau est la faiblesse du marché de l'occasion : les financements ne sont accordés que pour des avions neufs, moins pour les occasions affichant 5 à 10 ans de service. Cela favorise la mise au parking de certains modèles d'avions, souvent les plus anciens.

Cette tendance, nous croyons, devrait se stabiliser et non s'aggraver, d'où un risque contenu.

En terme de valorisation, le secteur a dépassé les niveaux moyens de valorisation, mais ne se trouve pas à un pic. Le secteur se traite sur 9x VE/EBIT 2013, les motoristes (Rolls-Royce, Safran, MTU) à 10x, comparé à 11x pour les valeurs aéronautiques US.

Nous tendons à privilégier les valeurs exposées au cycle de première monte, compte tenu du levier opérationnel sous-jacent et la bonne visibilité sur le carnet de commandes.

De fait, EADS reste pour l'instant notre valeur préférée pour 2013.



**"2012, année d'inflexion pour l'assurance Européenne". Par Thomas Jacquet, analyste Assurance, Exane**

**En 2010 et 2011, la performance du secteur de l'assurance Européenne était étroitement corrélée au niveau des taux sans risques, en réalité les taux longs allemands. En 2012, alors que les taux allemands ont poursuivi leur baisse, le secteur a enregistré l'une des meilleures performances sectorielles.**

L'année 2012 a en effet connu deux périodes bien distinctes. Tout d'abord, l'injection de liquidités par les banques centrales à la fin 2011 a entraîné une hausse des valeurs financières, avant que la restructuration de la dette grecque ne vienne raviver les craintes d'éclatement de la zone Euro. Les sondages réalisés auprès des investisseurs montraient avant l'été que le scénario d'une fin de l'Euro était majoritaire, la question étant de savoir si cela serait avant la fin de l'année ou plus tard. Une telle issue aurait évidemment eu des conséquences sérieuses pour les assureurs Européens dont les bilans contenaient de nombreux actifs non domestiques.

La deuxième partie de l'année se déroule suite à l'intervention de la Banque Centrale Européenne dont le gouverneur a eu recours à des moyens non conventionnels, non seulement pour baisser les taux d'intérêt mais aussi pour garantir la pérennité de la monnaie unique. Cette intervention, assortie tout de même de quelques progrès politiques, a provoqué un re-rating des valeurs financières dans leur ensemble, l'assurance maintenant sur l'année une performance supérieure à celle des banques.

Cette excellente performance a eu lieu alors que les taux d'intérêts dans les pays les plus sûrs restaient bas. La baisse des taux représente en

effet un défi de taille pour les assureurs mais aussi pour leurs actionnaires. L'impact immédiat de cette baisse des taux est de gonfler la valeur des actifs et notamment des actifs en représentation des fonds propres. Obtenir un rendement correct sur ces nouveaux fonds propres devient en revanche très difficile. L'année 2012 semble cependant montrer que l'étape suivante de ce phénomène est la baisse du coût du capital pour les assureurs, la hausse des fonds propres se traduisant par une réduction du levier financier. Elle se matérialise en premier lieu par des émissions de dette à taux très faible, puis par des hausses de cours de bourse non expliquées par la croissance des profits attendus mais par la baisse du rendement exigé par les investisseurs.

Cette détente de la prime de risque ne s'est jusqu'à présent pas accompagnée de révision de prévisions de résultats dont la croissance devrait en moyenne rester assez modeste (+6% sur 2012-2015), en tout cas plus modeste que pour des banques en pleine renaissance (nous attendons une croissance moyenne des bénéfices de +20%).

En termes de valorisation, le secteur de l'assurance se paye 1.4x les fonds propres tangibles pour un retour attendu légèrement supérieur à 15%. Cela correspond à un coût des fonds propres implicites tout juste inférieur à 12%. Nous pensons que la détente de cette prime de risque devrait se poursuivre. Le rendement du dividende du secteur, encore supérieur à 4% devrait également continuer à soutenir les cours de bourse.

2012 a également marqué une rupture sur le plan de la réglementation. Il n'a pas été possible

*de trouver un compromis sur Solvabilité II et la date de mise en application a été repoussée à 2016. En réalité, la remise en cause du processus semble plus profonde et l'on peut se demander si le nouveau régime réglementaire verra le jour dans sa forme actuelle. Au-delà des discussions sur le calibrage du modèle, il n'est en effet pas impossible que le régulateur envisage de changer la structure même du calcul du besoin en fonds propres. Ce report de Solvabilité II est en tout cas un assouplissement réglementaire qui devrait laisser plus de latitude aux assureurs dans leur allocation d'actifs avec en particulier une hausse probable de l'allocation actions.*

*Une conséquence de cet assouplissement réglementaire devrait normalement être un moindre recours à la réassurance. La réassurance a bénéficié pendant les phases critiques de la crise finance de bilans moins risqués (levier financier plus faible, actifs moins risqués) et d'une capitalisation abondante face à un secteur de l'assurance primaire plus durement affecté. La perspective de Solvabilité II faisait entrevoir aux réassureurs une hausse de la demande de la part des acteurs plus faibles. La baisse de la pression réglementaire devrait inverser cette tendance, et seuls les groupes les moins bien capitalisés devraient continuer à accroître leurs achats.*



**"Automobile : outlook 2013 and mid-term". Par Georges Dieng, analyste automobile, NATIXIS**

**Après une année 2011 pour le moins agitée, l'automobile européenne a réalisé la meilleure performance sectorielle en 2012 (+35%), surperformant de plus de 18% l'indice Stoxx 600 (+14,8%).**

Son parcours n'a pas été un long fleuve tranquille, l'essentiel de cette performance étant réalisé au T1 12 (impressionnant rallye dans un contexte de détente de la prime de risque) et au T4 12 (nouveau repli de l'aversion au risque, nette amélioration du sentiment sur l'économie chinoise et sur la demande automobile premium en Chine). Cette performance a notamment été tirée par le sous-secteur des pneumaticiens, porté par la nette détente observée sur les principales matières premières (caoutchouc naturel et synthétique). Du côté des constructeurs, l'année a, de nouveau, tourné à l'avantage des acteurs allemands au détriment des latins, reflétant la préférence des investisseurs pour le premium au détriment du mass market, à l'exception notable de Renault qui a réalisé la plus forte hausse du secteur (+52%).

L'exercice 2012 s'est caractérisé par une poursuite de la croissance de la demande automobile mondiale (+5/6%), **avec une forte divergence entre les différentes zones géographiques**. Le fait marquant a été l'ampleur de la crise européenne, combinant effondrement des volumes (-8%, chute équivalente à celle de 2008, qui ramène le marché 24% en dessous du niveau de 2007) et intensification d'une guerre des prix, qui devrait se traduire par des pertes opérationnelles cumulées de l'ordre de 5 Md€ en Europe pour les cinq principaux acteurs généralistes (Fiat, Ford, GM, PSA, Renault). Cette déroute contraste avec le retour en grâce de l'industrie américaine dans un contexte de reprise continue de la demande (+13,5% en 2012, +39% depuis le point bas de 2009) et de retour à la raison en termes de rabais qui, conjugués avec une nette réduction des points morts, permettront un solide rebond de la rentabi-

lité des Detroit Three (marges opérationnelles de 7% pour GMNA, 10% pour Ford NA et 4,6% pour Chrysler en US Gaap). Au sein des marchés émergents, la Chine a confirmé son importance croissante dans la formation des résultats des constructeurs allemands et dans la perception boursière de certains acteurs (BMW). Elle devrait devenir le nouveau terrain de jeu des pneumaticiens (Michelin en particulier) en raison de l'émergence d'une demande de remplacement après l'explosion récente du taux de premier équipement.

L'ampleur de la crise européenne a relancé les thématiques de **consolidation et de rationalisation**, toutes deux parfaitement illustrées par la stratégie contrainte du groupe PSA (alliance stratégique perfectible avec GM, fermeture programmée du site d'Aulnay et plan de 8 000 suppressions de postes en France soit 10% des effectifs nationaux de sa division automobile).

Au total, l'année 2012 devrait voir **une baisse généralisée des marges opérationnelles des constructeurs européens**, à l'exception notable de Fiat qui bénéficiera de la consolidation en année pleine de Chrysler. Les constructeurs premium montreront une capacité de résistance sans commune mesure avec celle des généralistes englués dans leurs difficultés européennes.

**L'année 2013 s'annonce « challenging »** pour l'industrie automobile européenne. **La croissance de la demande mondiale devrait s'essouffler** (+2/3%), avec un ralentissement de la dynamique de certains marchés émergents (Brésil, Russie), une hausse plus modérée en Amérique du Nord et une nouvelle chute du marché européen (forte vulnérabilité de la France et de l'Allemagne).

Le marché restera caractérisé par sa **bipolarisation entre premium et low cost**, avec d'une part la poursuite de l'expansion des acteurs premium dans les segments compacts et d'autre part l'élargissement

de l'offre de véhicules « essentiels », territoire que de nouveaux acteurs, attentifs au succès de la gamme Entry de Renault, seront tentés d'explorer (PSA et VW en particulier). Pour exister et résister, le cœur de gamme des généralistes devra sortir des terrains balisés, d'où la multiplication attendue des crossovers dans tous les segments.

**Avec des surcapacités estimées à près de 30% et plus de 40% des usines fonctionnant en dessous de leur point mort, l'industrie européenne est au pied du mur** et devra montrer sa capacité à surmonter les fortes « barrières à la sortie » qui ont jusqu'ici freiné l'adaptation de ses structures industrielles à la réalité de la demande. La mise en œuvre effective des projets de restructuration annoncés par PSA, Ford Europe (3 fermetures d'usines d'ici 2014) et GM Europe (qui pourrait avancer de 2 ans la fermeture du site allemand de Bochum) serait une première étape, néanmoins insuffisante car le retour à un taux d'utilisation de 80% (seuil de rentabilité) en Europe à l'horizon 2014 nécessiterait l'élimination d'au moins 1 M d'unités de capacités, soit l'équivalent de 4 usines de taille moyenne. A défaut, la généralisation d'accords de compétitivité sur le modèle de celui en cours de négociation chez Renault pourrait permettre d'abaisser les coûts fixes en attendant une reprise un peu plus consistante de la demande sur le Vieux Continent. En clair, le statu quo n'est pas une option et **le thème des restructurations devrait rythmer l'exercice 2013**, sous des formes diverses et variées.

Dans un contexte de croissance organique modérée, avec une évolution des devises sensiblement moins favorable qu'en 2012 mais des coûts matières globalement mieux orientés, **les perspectives d'amélioration des marges seront limitées**. Sous le regard des agences de rating, **une attention particulière sera portée à la gestion du cash ainsi qu'à la génération de cash flow libre**. L'atteinte de cet

objectif sera plus ardue en raison du redémarrage d'un cycle haussier de Capex chez la plupart des acteurs (PSA faisant exception car contraint de réduire la voilure à court terme). En effet, la mise en place de nouvelles plates-formes modulaires (MQB chez VW, MFA chez Mercedes, UKL chez BMW), les besoins accrus de localisation de la production (BMW au Brésil, Audi au Mexique) ainsi que les innovations technologiques imposées par le durcissement des réglementations environnementales se traduiront par un alourdissement des investissements (Capex + R&D). Dans le cas spécifique des innovations visant à réduire les émissions polluantes ou de CO2, la capacité à passer cette inflation de coûts dans les prix sera un atout discriminant, clairement favorable aux acteurs premium.

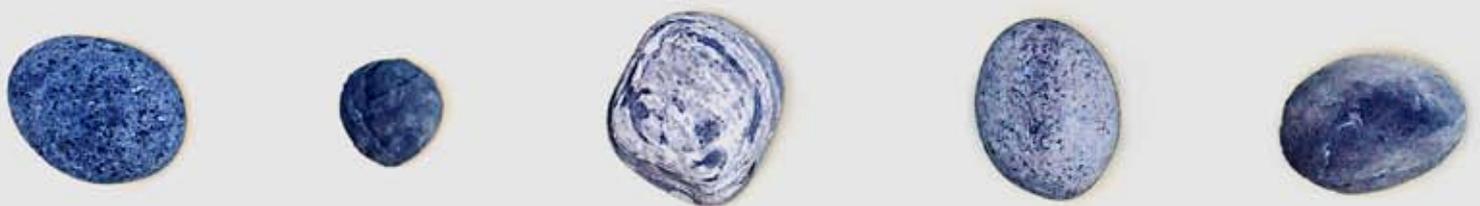
Dans ces conditions, le secteur automobile peut-il conserver son attrait sur le plan boursier ? **Outre une valorisation attractive** (notamment pour les valeurs premium qui n'ont pas bénéficié d'un véritable re-rating malgré des marges nettement supérieures à celles d'avant-crise) qui classerait la plupart des valeurs dans un portefeuille value, le secteur s'inscrit tout à fait dans **les thématiques de croissance internationale et de dividende soutenable retenues par les stratèges de Natixis pour 2013**. Sur le thème particulier du dividende, nous n'anticipons pas de dividendes exceptionnels, mais nous soulignerons la progressivité/régularité privilégiée par BMW, la marge de manœuvre que la cession des titres EADS offre à Daimler (promesse de pay-out de 40%), l'engagement de « pass through » des dividendes versés par Nissan et Daimler à Renault et le potentiel d'amélioration de la politique de distribution de Volkswagen post opérations stratégiques (donc post 2013).



## TROISIÈME PARTIE – GESTION DU FONDS

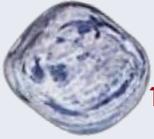
### 1 Les relations investisseurs

- *Encours du fonds*
- *Répartition des investisseurs*



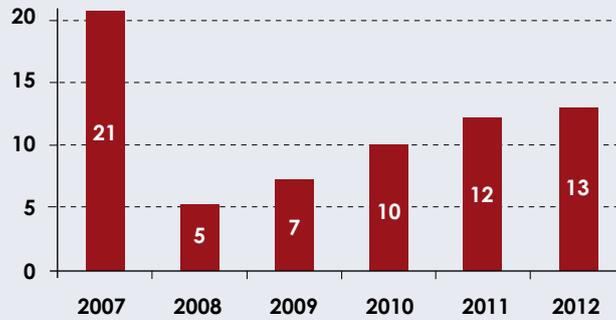
### 2 La gestion du portefeuille

- *Composition au 31/12/2012*
- *Les principaux mouvements*
- *Liquidité du fonds*
- *Évolution des choix sectoriels de la gestion*



## 1 LES RELATIONS INVESTISSEURS

Encours du fonds



Répartition des investisseurs d' ACTIONS 21

	Poids
Institutionnels	59%
Fonds de fonds & Gestions privées	22%
CGP / Personnes physiques	19%

### CE QUE NOUS FAISONS

- Non benchmarké
- Choix de conviction
- Analyse fondamentale
- Sous-valorisation des entreprises

### CE QUE NOUS NE FAISONS PAS

- Peu ou pas de trésorerie
- Pas de couverture
- Pas de market timing

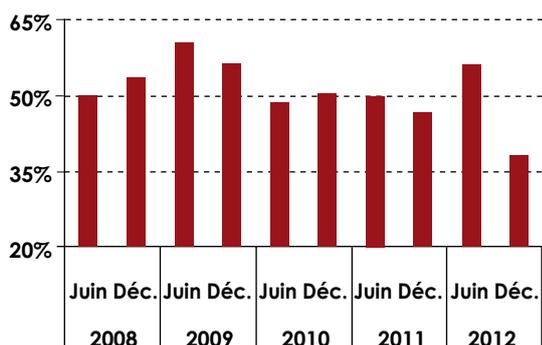


**2 LE PORTEFEUILLE**

Composition d'ACTIONS 21 au 31/12/2012

Valeurs	Indices	Pondération
Stéria	MID 60	9,9%
France Telecom	CAC 40	6,4%
Alstom	CAC 40	5,4%
EADS	CAC 40	5,3%
Vicat	MID 60	4,9%
Lagardère	NEXT 20	4,8%
Sanofi	CAC 40	4,6%
Guerbet	SMALL	4,6%
SBM Offshore	Equivalent CAC 40	4,5%
PPR	CAC 40	4,5%
Scor	NEXT 20	4,5%
Ipsos	MID 60	4,5%
Total	CAC 40	4,3%
Teleperformance	MID 60	3,9%
Faiveley	MID 60	3,9%
Tour Eiffel	SMALL	3,8%
Vinci	CAC 40	3,5%
SEB	MID 60	3,4%
Silic	MID 60	2,9%
Neurones	SMALL	2,4%
Maurel et Prom	MID 60	2,3%
Séchilienne	SMALL	1,7%
Jacquet Metal	SMALL	1,6%
Akka	SMALL	1,6%
Axway	SMALL	0,9%
Trésorerie		0,2%

Poids des valeurs du CAC 40 dans le fonds :



Répartition du fonds par indice :

Indices	Nombre de valeurs	Pondération
CAC 40	8	38%
NEXT 20	2	9%
MID 60	8	36%
SMALL	7	16%
Trésorerie		0,2%

## Les principaux mouvements en 2012

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
<b>Valeurs entrantes ou renforcées</b>	EADS +8%	Eiffage + 3% Repsol +2%	Tour Eiffel +2%	France Tél. +5% EDF +4% Icade +3% Alstom +2% Jacquet Metal +2%	EDF+3% France Tél. +3%	EADS +1% Tour Eiffel +1%
<b>Valeurs sortantes ou allégées</b>	France Tél. -5% GDF-Suez -4% Rentabiliweb -2%	Total -3%	Séchilienne -2%	Casino -5% Klepierre -5% Atos -2% Entrepose C. -2% GDF-Suez -2% Repsol -2%	Eiffage -7% Atos -3%	EDF -2% Maurel & Prom -2% Axa -1% Ipsos -1% Séchilienne -1%

### Répartition du courtage

	2008	2009	2010	2011	2012
Courtier			26%	20%	21%
Courtier 1	29%	19%	-	21%	19%
Courtier 2	-	-	-	22%	19%
Courtier 3	13%	29%	21%	16%	17%
Courtier 4	20%	27%	21%	10%	13%
Courtier 5	17%	11%	22%	10%	10%
Courtier 6	16%	15%	10%	-	-
Courtier 7	5%	-	-	-	-

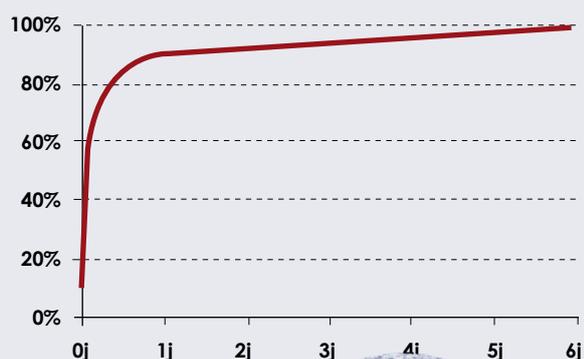
Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	
Eiffage +5% Silic +3% Axa +2% Stéria +1%	Faiveley +4% Stéria +2% Axway +1%	Scor +5% Munich Re +4% EADS +2%	Saint-Gobain +6%	Vicat +5% Teleperformance +4%	SBM Offshore +5% Lagardère +5% PPR +4%	<b>Valeurs entrantes ou renforcées</b>
Alstom -3% Icade -3% Vinci -1%	EADS -5% GDF-Suez -2%	Axa -8% Eiffage -5%	Vicat -5%	Saint-Gobain -4%	EDF -4% Munich Re -3% Axa -2% Saint-Gobain -2% EADS -1%	<b>Valeurs sortantes ou allégées</b>

**Fiche synthétique du fonds :**

	CAC 40	ACTIONS 21
Nombre de valeurs	40	25
Capitalisation moyenne simple (Md€)	24	12
Capitalisation moyenne pondérée (Md€)	45	14
Rendements dividendes	3,9%	3,8%
Volatilité 1 an	20,8%	19,2%
Ratio de Sharpe 2012		1,3
Tracking error 2012		5,7%
Ratio d'information 2012		1,02
Béta 2012		0,88

**Liquidité du fonds**

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



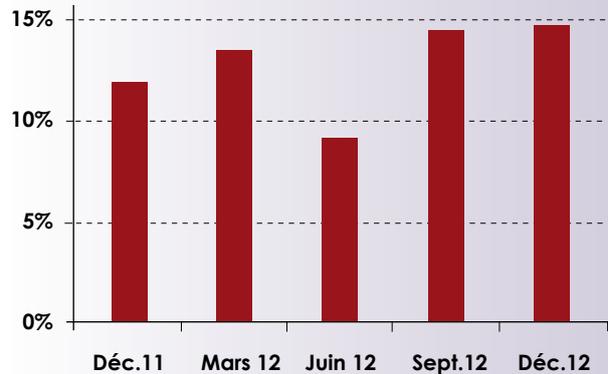
Au 31/12/2012 et sur la base de 100% des volumes moyens 1 an, il fallait une journée pour liquider 93% du portefeuille.

La ligne la plus liquide du fonds était Total (temps pour la liquider = 0,002 jour), et la ligne la moins liquide était Neurones (temps pour la liquider = 6 jours)

## Évolution des choix sectoriels de la gestion

### Services informatiques

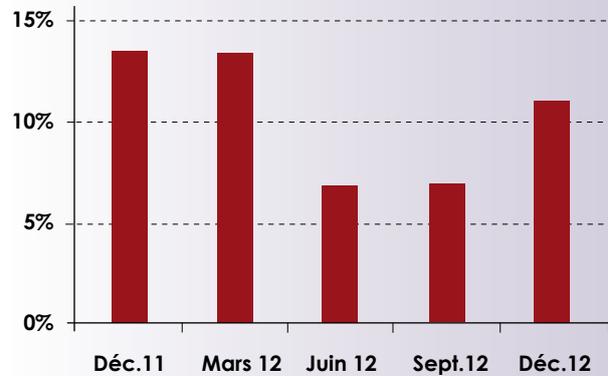
Récurrence des évolutions technologiques  
 Développement de l'offshore  
 Volumes satisfaisants, prix discutés



### Pétrole & Gaz

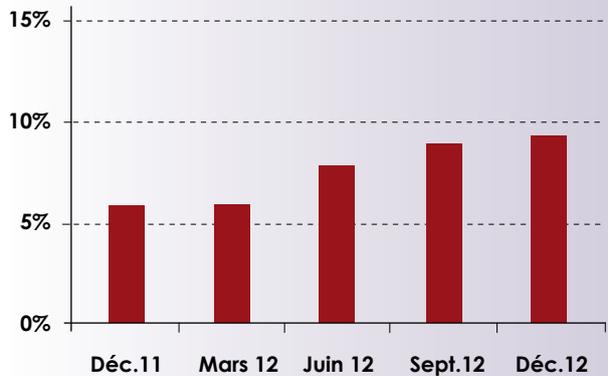
**Pétrole** : Investissements importants  
 Développement du pétrole non conventionnel  
 Prix stables autour de 100\$ le baril

**Gaz** : Écarts de prix très élevés entre zones  
 Etats-Unis (3\$ le Mbtu), Europe (10\$), Asie (16\$)



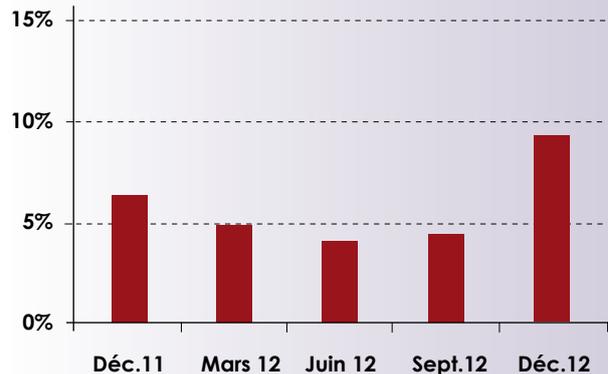
### Equipements

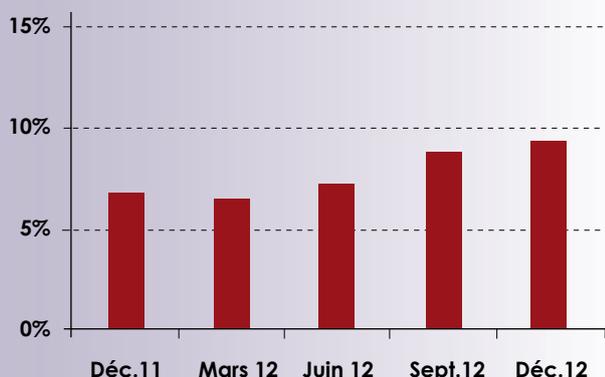
Besoins importants des pays émergents  
 Développement des économies d'énergie et  
 des énergies propres dans les pays matures



### Médias & Publicité

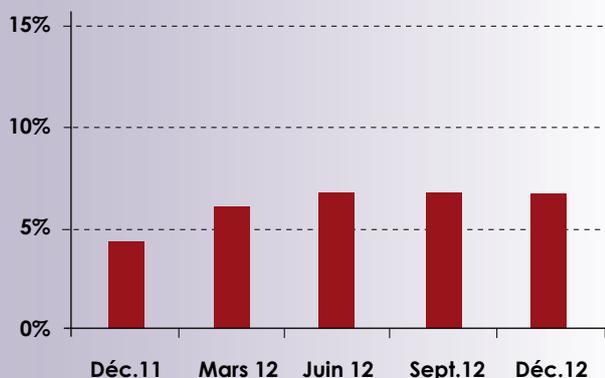
Conséquences de la révolution numérique :  
 - nouveaux métiers  
 - nouvelles technologies  
 - nouveaux clients





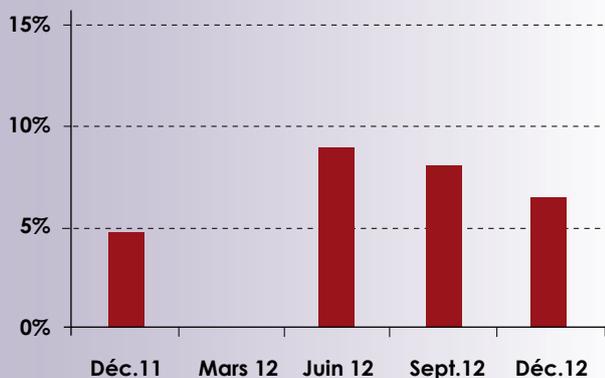
**Santé**

- Secteur délaissé depuis 10 ans
- Début de la recovery pour les meilleures entreprises



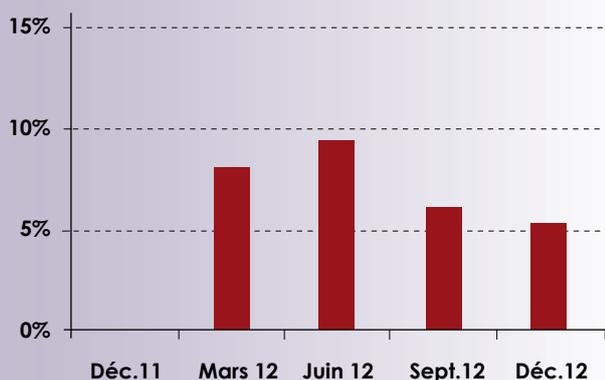
**Immobilier**

- Valorisation intéressante
- Rendement élevé
- Sans croissance ni décroissance à 3 ans
- Tout pour figurer dans un portefeuille Value



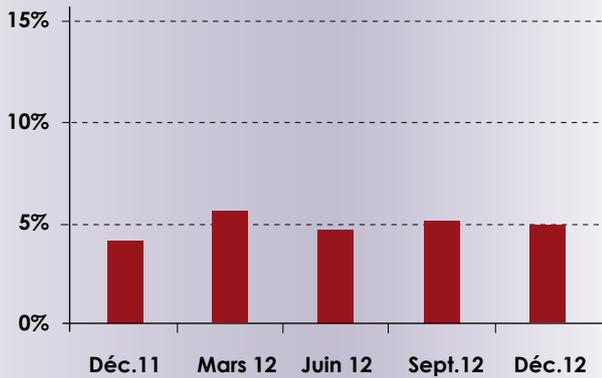
**Télécoms**

- Tempête concurrentielle en France
- Marges élevées, dividendes élevés, mais contestés



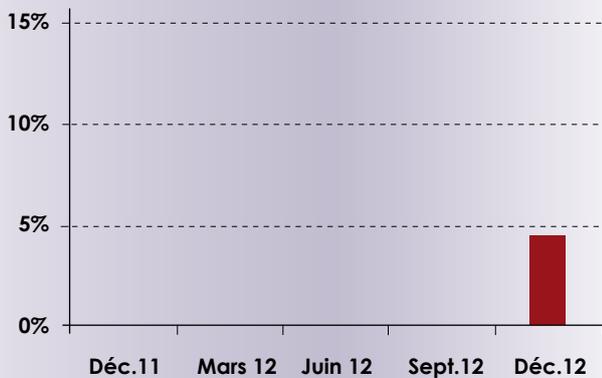
**Aéronautique**

- Croissance et importance des carnets de commande
- Résultats en amélioration
- Valorisation raisonnable



### Matériaux

- Équation compliquée entre cycles macro-économiques opposés (Europe/Émergents),
- et coût de l'énergie et des matières premières qui connaissent de fortes amplitudes



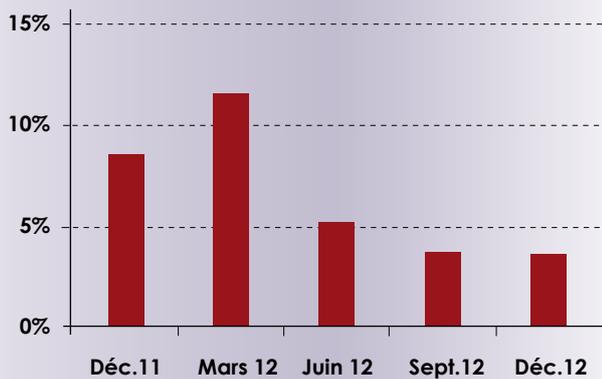
### Luxe

- Croissance dans toutes les zones économiques
- Recherche du point d'entrée dans un secteur assez bien valorisé



### Assurance & Réassurance

- Prise de bénéfices sur Axa (1ère ligne du portefeuille depuis 3 ans)
- Position nouvelle sur la réassurance

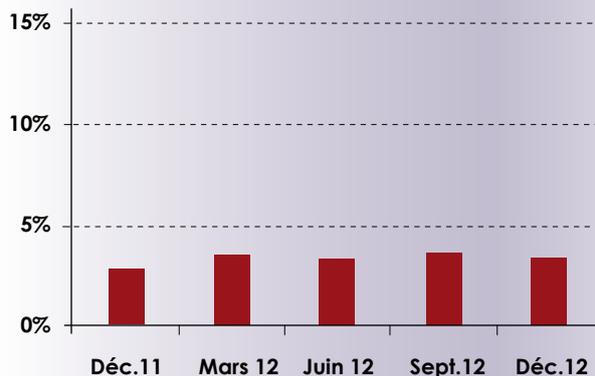


### BTP & Concessions

- Prise de bénéfices sur Eiffage

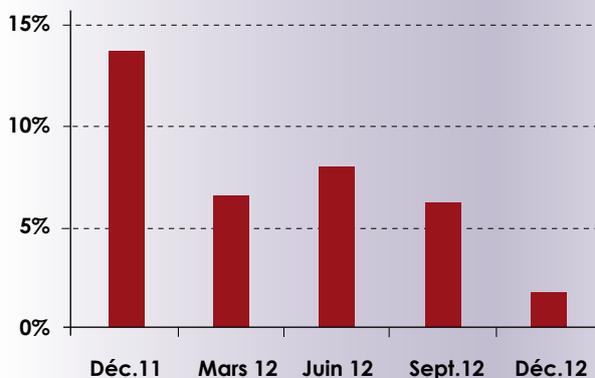
**Consommation courante**

- Prudence générale sur le secteur
- Confiance sur les sociétés positionnées dans les pays émergents (par exemple SEB)



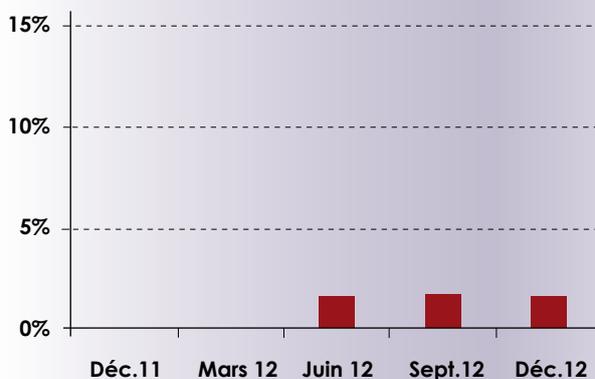
**Utilities**

- Bouleversement de la hiérarchie des prix des différentes énergies
- Surcapacité en Europe et demande faible



**Produits de base**

- Demande en réduction
- Effets importants des prix de l'énergie



**SECTEURS ABSENTS DU PORTEFEUILLE**

- Banques :** Réduction structurelle du rendement/risque
- Automobiles :** Surcapacité et concurrence très forte
- Technologie :** Visibilité de court terme

## **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 préjugent pas des résultats futurs. 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.*





## **ACTIONS 21**

DANIEL TONDU 04 26 69 15 71

BRUNO RAMBAUD 04 26 69 15 74

LAURENT GAUVILLE 05 57 81 18 91

PIERRE POUGET 05 57 81 18 92

ACTIONS 21 (I) FR 00 10 53 91 97

ACTIONS 21 (A) FR 00 10 54 18 13

[www.gestion21.fr](http://www.gestion21.fr)

DÉPOSITAIRE : CACEIS BANK FRANCE

COMMISSAIRE AUX COMPTES : DELOITTE