

 **ACTIONS 21** 

Des écarts de valorisation qui interpellent



L'équipe **GESTION 21**

Daniel Tondu
Gérant

Laurent Gauville
Gérant

Alexis Chebli
Gérant

Maud Léon
Gérante

Valérie Salomon Liévin
Directrice commerciale

Jordan Mandin
Relations investisseurs

Delphine Deltour
Responsable de l'administratif

Maria Correia
Responsable de la conformité et du contrôle interne

Salma Selouani
Responsable du middle-office

*La société GESTION 21 a été fondée en 2007
par **Daniel Tondu et Laurent Gauville***



Le message des gérants

En 2023, le fonds ACTIONS 21 a réalisé une performance boursière très satisfaisante (+17%), légèrement inférieure à celle de son indice de référence (+18%).

Les résultats des entreprises ont globalement été très bons (après une année 2022 historique). Nous constatons en revanche un ralentissement au deuxième semestre pour certains secteurs, qu'il sera nécessaire de monitorer de près.

Nous avons un scénario optimiste pour 2023 sur les marchés actions en général car ils cumulaient deux éléments intéressants : des valorisations faibles couplées

à des perspectives financières satisfaisantes de notre point de vue.

Alors que le marché anticipait une récession en 2023 et des résultats en forte baisse (-25%), nous tablions sur des résultats en baisse modérée. Nous avons été nous-mêmes trop prudents : les résultats 2023 des sociétés sont stables.

Favorables aux actions dans leur ensemble pour 2023, notre vision est un peu plus prudente cette année. D'un côté, les marchés ne sont plus décotés dans leur globalité. D'un autre côté, la visibilité sur les BPA* est amoindrie en raison de la situation macroéconomique. Mais globalement, rien d'alar-

mant. Nous ne croyons toujours pas à la récession.

Sans croissance des résultats et des multiples, la performance des actions à moyen terme doit rejoindre l'inverse du multiple de résultat des sociétés : entre 5% et 10% par an.

L'agitation mensuelle des marchés en fonction des discours des banques centrales devrait se poursuivre en 2024. Nous renforçons notre conviction sur les secteurs Value, toujours autant décotés, et sur l'analyse Value dans son ensemble :

les écarts de valorisation doivent interpeller.

**Bénéfices par action*

Un bilan 2023 positif

En haut des classements

(1^{er} décile sur 2 ans et 1^{er} quartile sur 3 ans)

Une bonne performance absolue (+17%)

Une performance relative légèrement négative (-1%)

Une contribution très positive de l'ESG Climat

La poche "transition énergétique" réalise une très bonne performance (+19%)

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



**Le cas
d'investissement
d' ACTIONS 21**

**Un stock picking
qui a retrouvé
des couleurs
depuis 3 ans**

**Une gestion Value
multicap
de long terme**

**Des choix
sectoriels
affirmés**

**Une gestion
active
de conviction**

**Un ESG Climat
qui vise
à renforcer la
performance
financière**

**Investir dans
des secteurs et
des entreprises
décotés**



Sommaire

L'équipe, page 1

Le message des gérants, page 3

Bilan et Perspectives, page 8

Les marchés Actions dirigés par les banques centrales et les indicateurs macroéconomiques, page 8

Un fonds bien classé et mieux noté, page 12

Des écarts de valorisation qui interpellent, page 14

Un marché hétérogène, renforçant l'attractivité de la Value, page 14

Quelques repères chiffrés sur la décote de la Value , page 15

Un point sur les petites et moyennes capitalisations , page 16

Nos principales convictions sectorielles en 2024, page 18

Dossier Technologies, page 20

La difficulté d'investir dans des promesses technologiques , page 20

Les choix technologiques de GESTION 21 , page 21

ESG Climat, page 22

Utiliser l'ESG pour faire de la performance financière, page 22

Modification du Label ISR : la position de GESTION 21 , page 24

Relations investisseurs, page 26

Les comptes annuels sont disponibles sur demande

ACTIONS 21

Performance 2023 ACTIONS 21 vs Indice, page 8

Performance 3 ans ACTIONS 21 vs Indice, page 8

Performance 5 ans ACTIONS 21 vs Indice, page 8

Track record de notre stratégie, page 9

Impact des mouvements sur la performance, page 10

Taux d'investissement actif, page 11

Evolution annuelle de la répartition Value-Garp, page 12

Campagne actionnariale, page 13

Indicateurs de valorisation, page 14

Composition du fonds au 29/12/2023, page 16

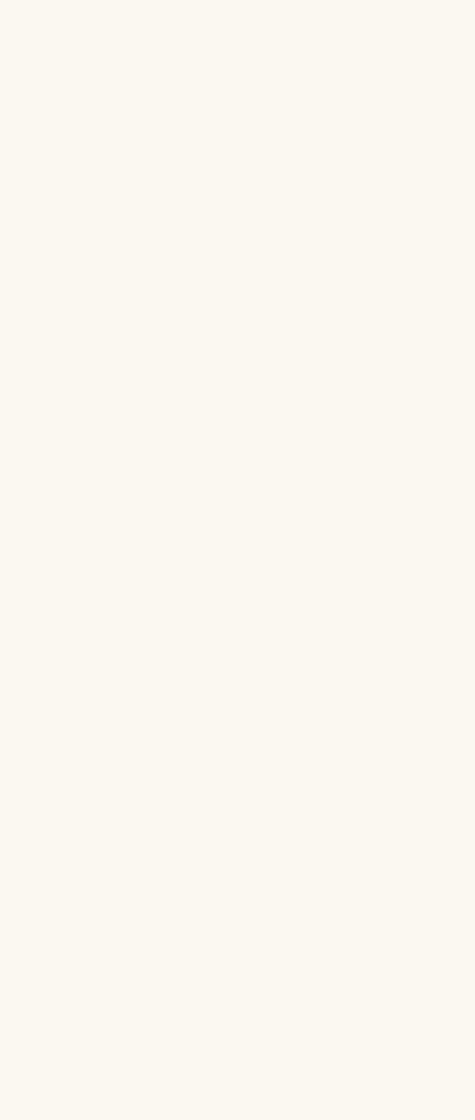
Répartition de la performance relative 2023 par secteurs, page 18

Notations ESG, pages 20

Part verte du chiffre d'affaires, page 21

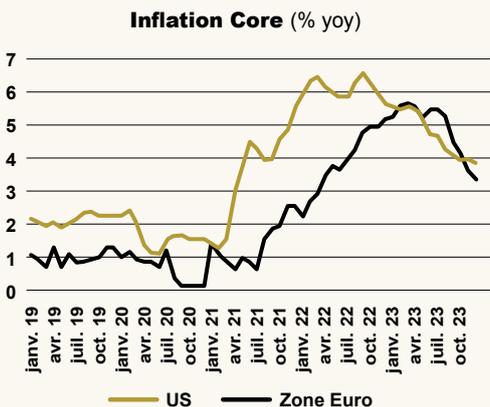
Indicateurs environnementaux, page 22

Indicateurs sociaux, page 23

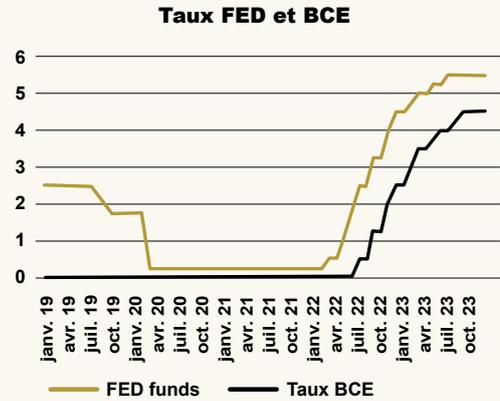


Les marchés Actions dirigés par les banques centrales et les indicateurs macroéconomiques

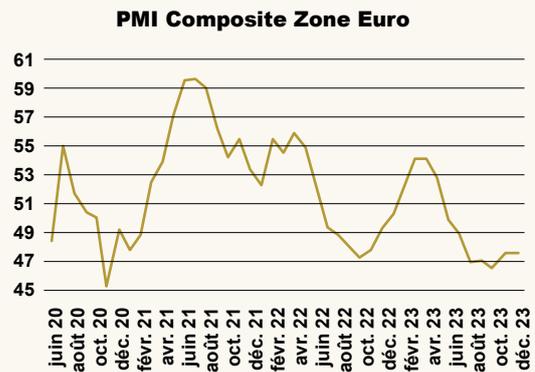
2
L'inflation a atteint un pic...



1
Les banques centrales ont poursuivi leur resserrement monétaire...

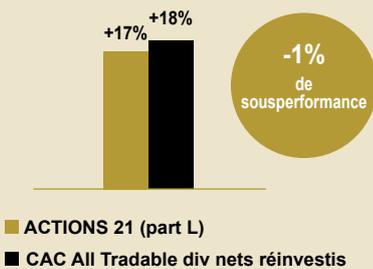


3
... avec une croissance proche de zéro

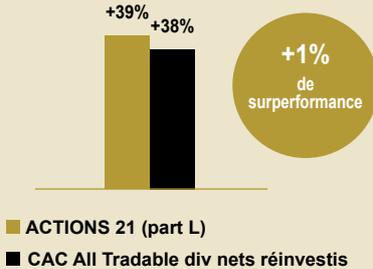


Source : Refinitiv

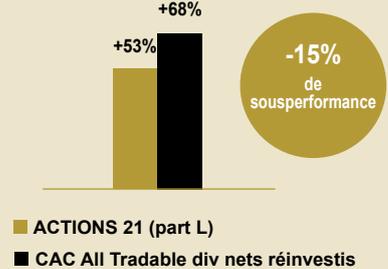
Performance 2023 d'ACTIONS 21



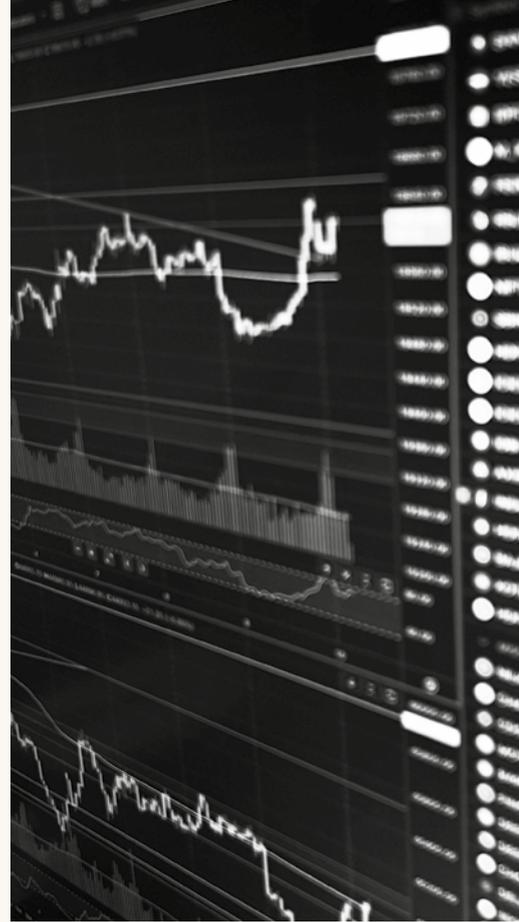
Performance 3 ans d'ACTIONS 21



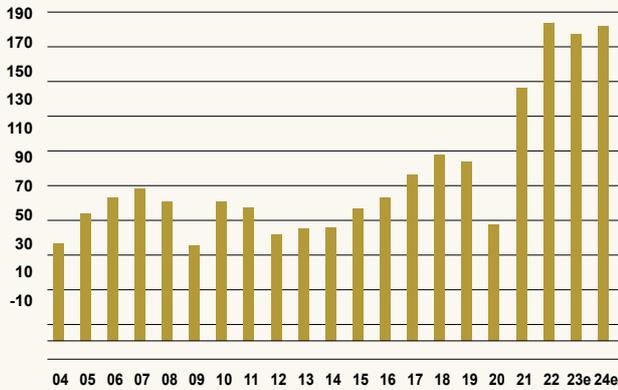
Performance 5 ans d'ACTIONS 21



Données au 29/12/2023. Sources : GESTION 21, Euronext
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures
Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire.



Résultats CAC 40 (Mds€)



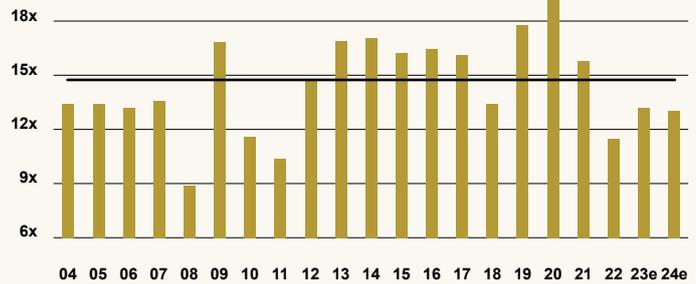
4

Les sociétés
préservent
leurs marges
et résultats

5

A moyen terme :
1 - résultats stables
2 - multiples stables
= +5% à +10% de performance

PER (CAC 40)



Source : GESTION 21

Track record de notre stratégie
Performance 20 ans annualisée



* De mars 2003 à mars 2007, notre stratégie a été complétée avec la performance du fonds "Sicav des Analystes", géré par Daniel Tondou durant cette période.
**Indice de référence CAC 40 div. nets réinvestis jusqu'au 28/02/2017, CAC all tradable div. nets depuis.

Où en est-on ?

Au gré des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, de la publication d'indicateurs macroéconomiques (emploi, production, indices de prix...) ou des discours des banques centrales, il est parfois difficile de savoir ce que les marchés anticipent. Après une année 2022 marquée par la guerre en Ukraine, la crise énergétique, le choc inflationniste et les politiques monétaires restrictives, l'année 2023 a été assez simple, centrée sur le débat des politiques monétaires.

Nous analysons quatre périodes dans l'année :

- **Janvier-Avril (+13%) :** Les premiers mois de l'année ont été euphoriques grâce à des publications de chiffres d'inflation en baisse notamment aux Etats-Unis, puis des publications an-



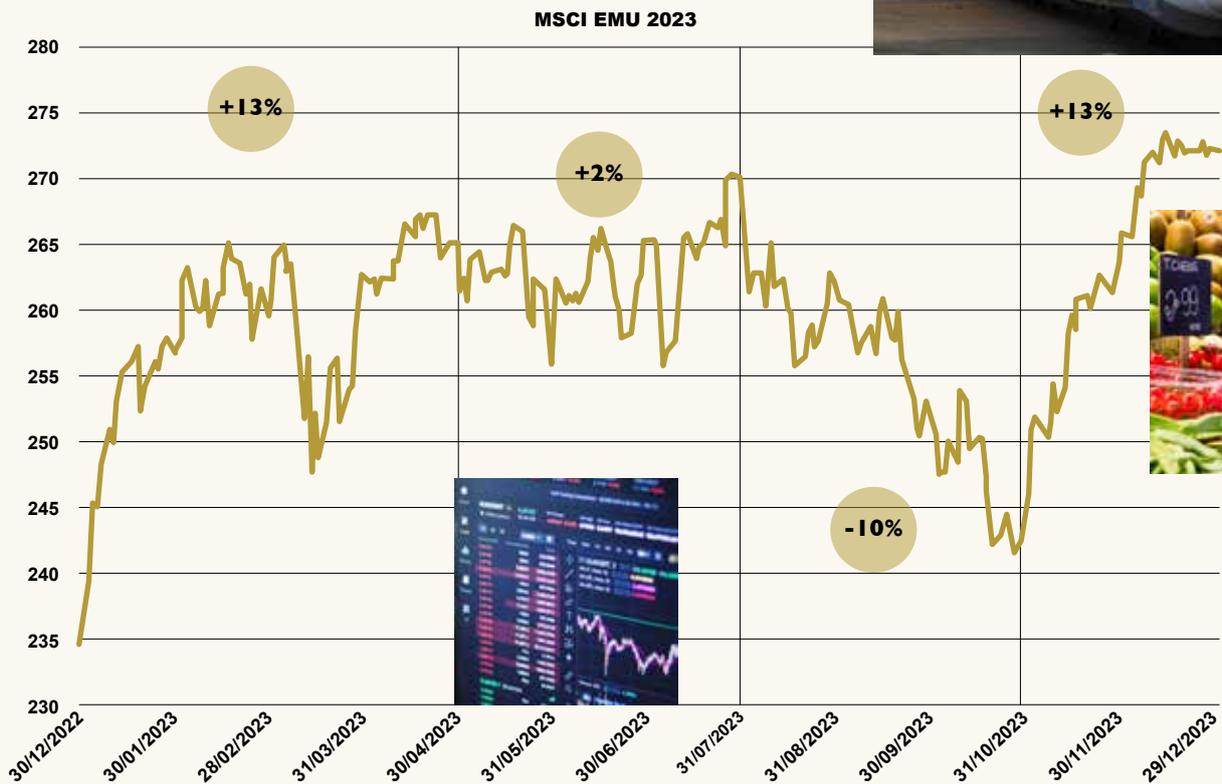
nuelles 2022 de très bonne facture. Malgré l'épisode bancaire (SVB et Crédit Suisse), les marchés ont vite rebondi grâce à un renforcement du scénario de soft landing et de bonnes publications du TI 2023.

- **Mai-Juillet (+2%) :** Sur cette période, les marchés ont été nerveux, saluant tantôt positivement et tantôt négativement les publications d'indicateurs. Malgré tout, les publications semestrielles ont démontré une fois de plus la résilience des résultats des entreprises.

- **Juillet-Octobre (-10%) :** Résistance de l'inflation et faiblesse des indicateurs macroéconomiques ont joué en la défaveur des actions. Les marchés se sont montrés très fé-

briles, n'hésitant pas à sanctionner boursièrement les sociétés indiquant de mauvaises nouvelles (Alstom, Sanofi, Worldline, Adyen).

- **Octobre-Décembre (+13%) :** La fin d'année montre un regain d'appétit pour les actions. L'inflation ralentit alors que la croissance résiste bien. Le scénario de baisse des taux directeurs important en 2024 (trois ou quatre baisses de la FED ?) se propage à l'ensemble du marché et les banques centrales assouplissent leurs discours.



Source : MSCI

Les opinions énoncées ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Impact des mouvements ACTIONS 21 sur la performance en 2023 : -3,9%

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
+2%	+5%	-1%	-1%	+6%	+5%	-2%	-3%	+7%	+1%	+0%	-4%

Données au 29/12/2023. Sources : GESTION 21, Euronext

Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire.

Une transmission des hausses de prix généralisée

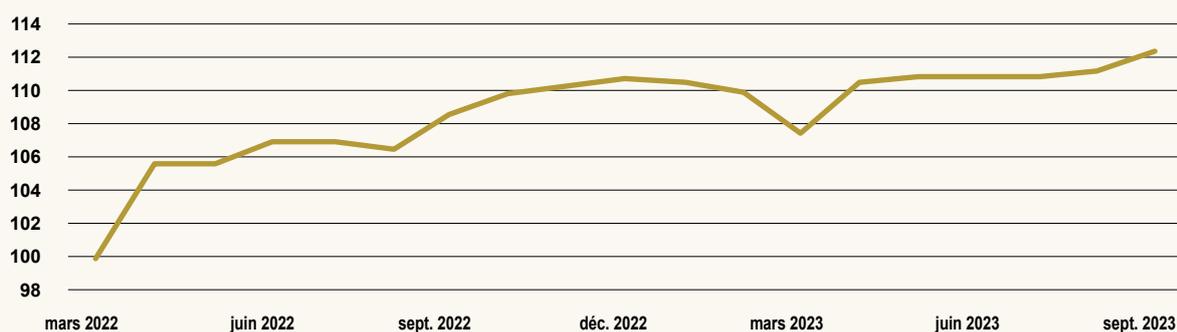
L'année 2022 a été exceptionnelle pour les entreprises. Elles ont réussi à monter les prix de façon très importante. Pour 2023, alors que les marchés évaluaient fin 2022 une baisse importante des résultats des sociétés (-25%), nous étions moins pessimistes avec -10% de baisse dans nos estimations. Les entreprises ont

une nouvelle fois prouvé leur capacité à préserver leurs marges malgré le ralentissement économique qui se profile et les hausses de prix moins importantes qu'en 2022. Nous estimons les résultats des sociétés du CAC 40 en baisse de -3% en 2023, résultats par ailleurs impactés par les entreprises cycliques (Arcelor, To-

talEnergies notamment). Le graphique ci-dessous montre l'évolution depuis mars 2022 des attentes du consensus concernant les résultats des entreprises du CAC 40 en 2023, en hausse de +12%.



Estimation des résultats 2023 des sociétés du CAC 40



Source : Consensus IBES

Le consensus de BPA a dû s'ajuster à la hausse pour tenir compte de la résilience de l'économie.

"Croissance ou récession ?" était le thème de l'année. Nous pensons que l'illusion monétaire (croissance du chiffre d'affaires grâce à la hausse des prix et non pas des volumes) va ralentir et risque de montrer certaines fragilités de l'économie. Nous aimons reprendre l'historique des dernières publications de Saint-Gobain pour illustrer ce propos.



		CA (M€)	Δ organique	Effet prix	Effet volume
2022	T1	12 007	+16%	+15%	+2%
	T2	13 474	+14%	+15%	-2%
	T3	12 921	+13%	+15%	-2%
	T4	12 795	+10%	+13%	-3%
2023	T1	12 406	+5%	+10%	-5%
	T2	12 548	-1%	+6%	-7%
	T3	11 566	-3%	+2%	-5%

Source : Saint-Gobain

Pour 2024, nous pensons que les résultats des sociétés ne bénéficieront pas de telles hausses de prix et que, mécaniquement, le ralentissement (voire la décélération des volumes) se fera d'autant plus ressentir au niveau des bénéfices. En revanche, l'effet cyclique sera moindre et nous attendons donc une légère croissance des résultats de +3%.

Taux d'investissement actif* annuel moyen d'ACTIONS 21

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
77%	73%	77%	75%	70%	76%	73%	77%	73%	77%	78%	79%

Le taux d'investissement actif est un indicateur de gestion active : plus il est élevé, plus le fonds se distingue par une allocation d'actifs différente de son indice. A l'inverse, plus il est faible, plus il se rapproche d'une gestion passive en répliquant la pondération de son benchmark.

*Taux d'investissement actif par rapport au CAC 40 (nous considérons le CAC 40 représentatif de notre indice, les sociétés du CAC 40 représentant 86% du CAC All Tradable). Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire. Les opinions énoncées ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Un fonds bien classé...

Parallèlement à son retour en haut des classements, **ACTIONS 21** se classe aujourd'hui parmi les meilleurs fonds de stock picking comparables.

Durée	Quantalys	EUROPERFORMANCE
	29/12/2023	29/12/2023
	Rang	Rang
1 mois	7/100	3/112
3 mois	23/100	29/112
6 mois	29/100	NC
1 an	52/99	47/112
2 ans	NC	3/111
3 ans	42/96	19/107
5 ans	71/86	57/93

Libellé	2023		2 ans		3 ans	
	Perf.	Rang /112	Perf.	Rang /111	Perf.	Rang /107
ACTIONS 21 I	+16%	47	+11%	3	+36%	19
Centifolia C	+15%	57	+13%	2	+35%	27
Moneta Multi Caps C	+6%	103	-2%	79	+18%	82
Dorval Manager I	+14%	63	+7%	20	+23%	68
Sycomore Francecap I	+9%	95	-3%	82	+20%	77
Mandarine Opportunités I	+11%	85	-7%	99	+15%	92

Données au 29/12/2023.

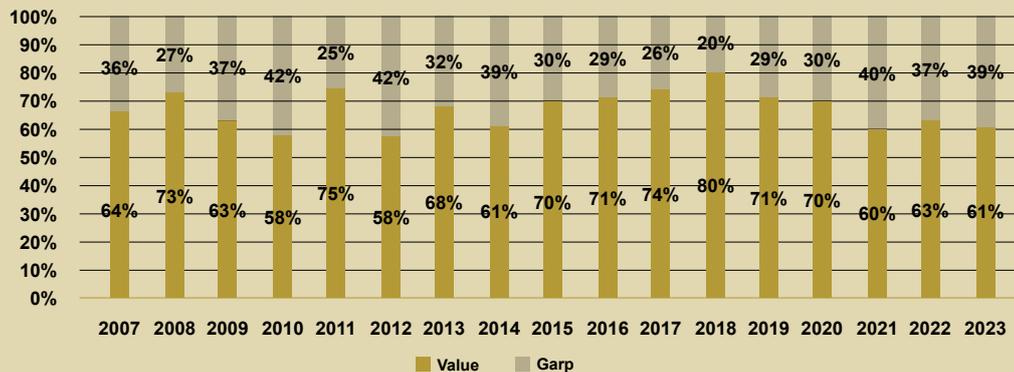
Sources : GESTION 21, Quantalys, Europerformance

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

Pour plus d'informations sur les classements, se référer aux sites : quantalys.com et fundexplorerpro.com



Evolution annuelle de la répartition Value-Garp corrigée de la trésorerie



Données au 29/12/2023. Source : GESTION 21

...et mieux noté



2011	5 Total Return	★★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2012	5 Total Return	★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2013	5 Total Return	★★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2014	5 Total Return	★★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2015	5 Total Return	★★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2016	5 Total Return	★★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2017	5 Total Return	★★★★★★	★★★★★★	★★★★★★
2018	3 Total Return	★★★★	★★★★★★	★★★★
2019	5 Total Return	★★★★	★	★
2020	2 Total Return	★★	★	★
2021	2 Total Return	★★	★	★
2022	2 Total Return	★★	★	★
2023	5 Total Return	★★	★★★★★★	★★★★★★

Données au 29/12/2023.

Sources : Lipper, Morningstar, Europerformance, Quantalys.

Pour plus d'informations sur les notations, se référer aux sites : Iseg.com, morningstar.fr, quantalys.com et fundexplorerpro.com

Campagne actionnariale réalisée en 2023 - Certification des données ESG collectées

Nombre d'entreprises
contactées

200

Taux de réponse

49%

Contre 47% en 2022 et 31% en 2021

Données au 29/12/2023. Sources : Sociétés, GESTION 21

Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire.

Un marché hétérogène, renforçant l'attractivité de la Value

1 - 2023 : Le marché n'est pas cher ; est-ce toujours vrai ?

En 2022, les capitalisations avaient baissé de -10% alors que les résultats avaient progressé de +20%, ce qui renforçait notre conviction d'un marché Value dans son ensemble. Début 2023, nous avons trouvé le marché décoté dans sa globalité avec des multiples plus faibles que leurs historiques de long terme.

Qu'en est-il aujourd'hui ? Suite aux performances boursières de 2023 et à la stabilité des BPA*, les multiples se sont redressés. Le Stoxx 600 se traite toujours avec une décote (12,8x contre un historique à 13,2x) mais celle-ci s'est amenuisée.

2 - La Value est toujours plus attractive selon nous

Si la décote du STOXX 600 (marché européen) s'est résorbée, les différences intersectorielles interpellent. Nous n'avons pas de boule de cristal et ne connaissons pas les résultats des sociétés dans 3, 5 ou 10 ans mais nous connaissons les résultats de cette année. Et un chiffre est équivoque : 50% des sociétés du marché européen représentent 70% des résultats de ce même marché. Nous apprécions le positionnement des sociétés dans

leurs secteurs et la rente de leur génération de trésorerie, qui est déjà source suffisante de performance.

→ **Oui, la Value est plus décotée que jamais mais un gérant Value doit justifier une décote qu'il considère exagérée**

La faible valorisation d'une entreprise par le marché peut avoir différentes explications :

- **Value Trap** : le business model est remis en question et le marché ne croit pas en la capacité du management à empêcher la décroissance de la société.

- **Annnonce d'un cycle baissier** : dans un cycle défini, le marché pense que la société ne sera pas en mesure de conserver un niveau de résultats élevé.

C'est ici que l'analyse financière Value prend tout son sens. Notre but est d'analyser les sociétés et de déterminer, le cas échéant, si les réactions du marché sont exagérées.

Tous nos investissements Value passent par ce travail d'analyse :

1) Vérifier que la société n'est pas une Value Trap

→ **Recovery de valorisation**

2) Vérifier que la baisse potentielle des résultats pour une cyclique est couverte par la faiblesse du multiple

→ **Recovery de résultats**

Nous développons l'analyse Value de certains secteurs dans la partie suivante.

	PE	PE historique 20 ans	
Stoxx 600	12,8	13,2	≈
Stoxx 600 (secteurs deep Value)	6,9	10,2	Forte décote
Stoxx 600 (autres secteurs)	16,5	14,8	Prime

Données au 29/12/2023. Source : Stoxx
Les opinions énoncées ne constituent pas une recommandation d'investissement.

*Bénéfices par action

Indicateurs de valorisation

2023	ACTIONS 21	CAC 40
PE	10,1	13,5
VE/CA	1,03	1,48
VE/EBIT	7,16	9,73
Prime de risque	7,4%	4,8%
Rendement dividendes	4,0%	2,7%

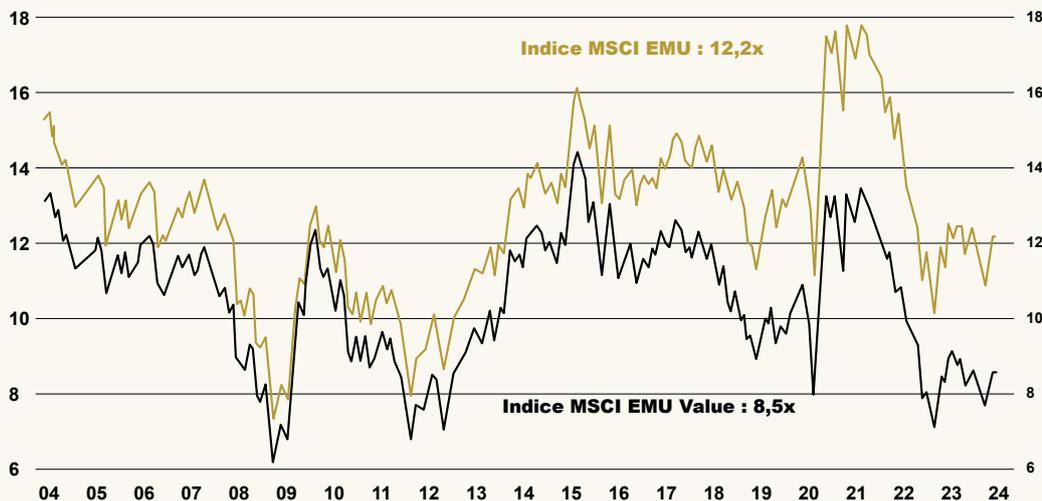
Décote du fonds
-29%

Données au 29/12/2023. Source : GESTION 21

Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire.

Quelques repères chiffrés sur la décote de la Value

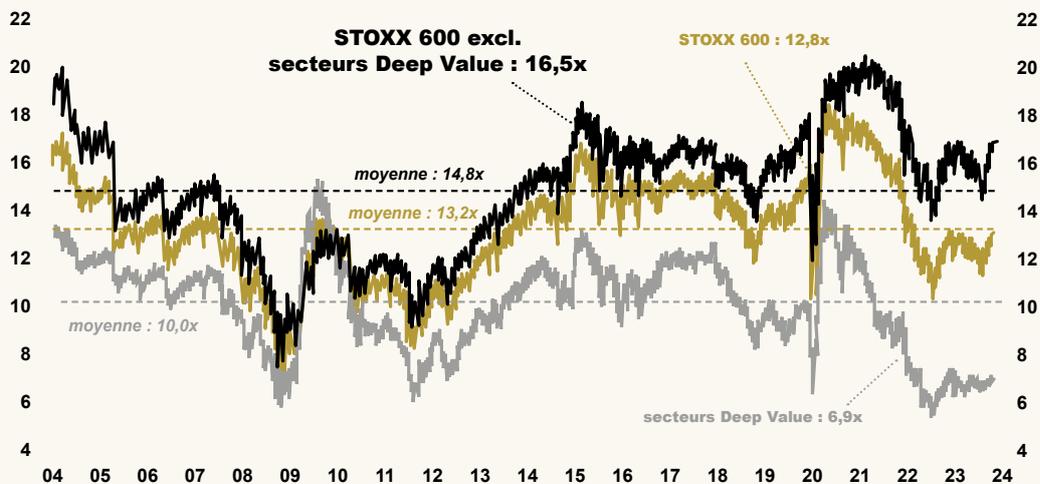
1 - La décote de la Value ne s'est toujours pas réduite



1
La décote de la Value est d'environ 30% sur le marché dans son ensemble, proche de ses plus hauts historiques

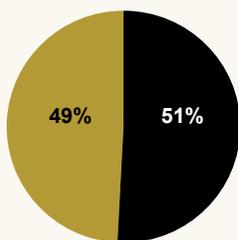
2 - Quelques secteurs expliquent que le marché ne soit pas trop cher aujourd'hui ?

2
Sans les secteurs Deep Value (courbe grise), le marché est plus cher que son historique 20 ans (courbe noire)



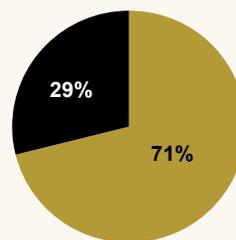
3 - Dans l'indice MSCI EMU, 50% de la capitalisation boursière (les valeurs Value) explique 70% des résultats

Répartition des capitalisations boursières dans l'indice MSCI zone euro



■ Value ■ Croissance

Répartition des résultats dans l'indice MSCI zone euro



■ Value ■ Croissance

Sources : MSCI, STOXX, GESTION 21

Composition du fonds*

Valeurs	Pondération
Unibail Rodamco	6,4%
Engie	6,1%
TotalEnergies	5,6%
BNP Paribas	5,2%
LVMH	4,9%
Kering	4,4%
Société Générale	4,2%
Saint-Gobain	4,2%
STMicroelectronics	4,0%
Stellantis	3,9%
Sopra Steria	3,7%
Mercialys	3,2%
Vallourec	3,1%
SEB	2,9%
Axa	2,9%
Publicis	2,3%
Spie	2,2%
EDP	2,2%
Ipsos	2,1%
Mersen	2,1%
SOITEC	2,0%
SII	1,9%
Valeo	1,8%
Voltaia	1,7%
Neurones	1,7%
IGD	1,4%
Worldline	1,3%
ALD	1,2%
Trigano	1,2%
Groupe CRIT	1,1%
Eiffage	1,0%
Synergie	0,9%
Sanofi	0,9%
Derichebourg	0,8%
Waga	0,4%
Carbios	0,3%
Arverne BS	0,0%
Teract BS	0,0%
Trésorerie	4,7%

Un point sur les petites et moyennes capitalisations

L'année dernière, nous avons dit que le gérant Value devait considérer les SMID, qui avaient déjà fortement sous-performé le marché en 2022 et dont les valorisations devenaient attractives.

L'écart de valorisation s'est renforcé en 2023 avec de mauvaises performances relatives des SMID.

Le fonds ACTIONS 21 comporte 35% de valeurs SMID (contre 28% au 30/12/2022).

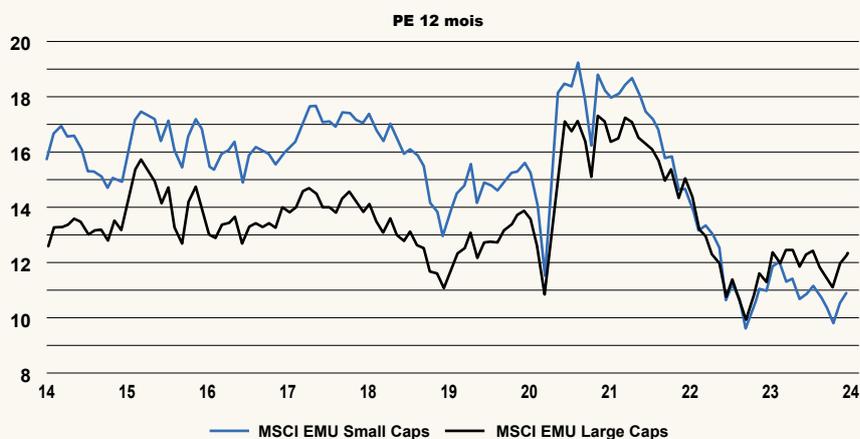
► Performance 2023

L'indice français Mid & Small a sous-performé en 2023 (+4% contre +18% pour le CAC All Tradable). Cela s'explique, entre autres, par la faible liquidité des titres et le fait que l'indice SMID ait un biais Croissance.

Nos choix SMID ont été très bons avec par exemple Technip Energies (services parapétroliers), Sopra Steria (services numériques), Vallourec (producteur de tubes pour l'industrie pétrolière et gazière) ou encore Trigano (fabricant de camping-cars). Notre poche SMID réalise une performance de +16%.

► Pour 2024

Les valorisations sont toujours dépréciées (voir graphique). Nous privilégions les sociétés matures avec de solides bilans et de bons cash-flows. Les derniers mois de l'année ont montré un appétit pour sortir certaines SMID de la cote (SII, Chargeurs) afin de profiter des valorisations très attractives. Peut-être un avant-goût de 2024 ?



Données au 29/12/2023.
Sources : GESTION 21, MSCI
Les opinions énoncées ne constituent pas une recommandation d'investissement.
Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire.



*Données au 29/12/2023



Nos principales convictions sectorielles en 2024

7 secteurs représentent environ 70% de notre portefeuille :

- 1) Banques
- 2) Immobilier coté
- 3) Utilities
- 4) Luxe
- 5) Pétrole & Gaz
- 6) Informatique (SSII, paiements)
- 7) Technologie (semiconducteurs)

Nos principaux cas d'investissement sectoriels

Banques (11%)

- Amélioration des résultats avec la hausse de la marge nette d'intérêt
- Valorisations au plus bas et retour à l'actionnaire élevé
- Bons niveaux de fonds propres et coût du risque maîtrisé

Immobilier coté (11%)

- Valorisations et rendements rendent la classe d'actifs opportune et confortable en même temps
- Indexation des loyers sur l'inflation qui protège les cash-flows contre la hausse des charges financières
- Sélectivité dans les typologies d'actifs (sur le fonds ACTIONS 21, nous ne sommes investis que sur des centres commerciaux pour le moment)

Utilities (10%)

- Nous apprécions la trajectoire de transformation des Utilities intégrées qui investissent dans les énergies renouvelables
- Valorisations et dividendes attractifs
- Forte sélectivité de valorisation sur les actifs renouvelables purs

Luxe (9%)

- Malgré le ralentissement qui a débuté au 2e semestre, le secteur a des fondamentaux très solides
- Les valorisations redeviennent plus abordables
- Sélectivité de valorisation (nous investissons dans les dossiers les moins chers)

Pétrole & Gaz (9%)

- Pétrolières : TotalEnergies a une allocation de capital très intéressante, valorisant à la fois ses actionnaires et sa transition vers les énergies à faibles émissions de carbone (renouvelables et GNL)
- la société est desendettée, a baissé son seuil de rentabilité et profite d'un prix du brut toujours élevé.
- Equipements : le cycle est favorable à un acteur comme Vallourec qui a

réussi à redéfinir son modèle pour redevenir une société rentable.

Informatique (9%)

- Valorisations plus abordables qu'en 2021-2022
- Les sociétés font état de bilans très solides (trésoreries nettes positives qui vont commencer à être rémunératrices au vu des taux)
- De belles histoires entrepreneuriales (Neurones, SII), une société en recovery dont la trajectoire est lancée (Sopra Steria) et une valorisation très dépréciée dans les paiements (Worldline)

Technologie (6%)

- Valorisations raisonnables pour des titres de croissance
- Exposition au marché du smartphone qui va rebondir et de belles perspectives pour Soitec dans les années à venir (automobile, filtres)
- Exposition à l'automobile électrique et valorisation basse pour STMicroelectronics

Les opinions énoncées ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Répartition de la performance relative 2023 par secteurs

Secteur	Pondération au 29/12/2023	Contribution à la performance 2023	Secteur	Pondération au 29/12/2023	Contribution à la performance 2023
Immobilier	11%	+0,7%	Assurances	3%	+0,1%
Banques	11%	-0,4%	Equipement	2%	-1,9%
Utilities	10%	-0,1%	BTP/Concessions	1,0%	-0,5%
Luxe	9%	-0,7%	Santé	0,9%	+2,4%
Pétrole&Gaz	9%	+2,1%	Base	0,8%	-0,9%
Informatique	9%	-0,6%	Cleantech	0,7%	-0,1%
Matériaux	6%	+1,0%	Aéronautique		-0,9%
Technologie	6%	+0,9%	Distribution		+0,1%
Automobile	6%	-0,1%	Télécoms		+0,0%
Médias&Publicité	4%	+0,0%	Transport		+0,0%
Loisir/Services aux entreprises	3%	+0,8%	Chimie		-0,5%
Consommation	3%	+1,0%			

Performance relative 2023
-1%

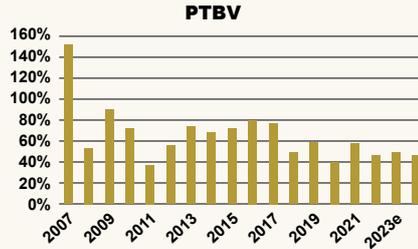
Données au 29/12/2023. Source : GESTION 21

Le fonds présente un risque de perte en capital, un risque Actions (volatilité) et un risque lié à sa gestion discrétionnaire.

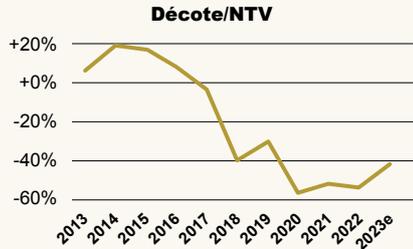
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

VALORISATION*

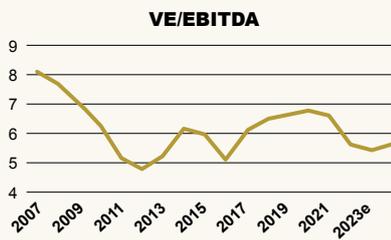
Banques BNP/Société Générale



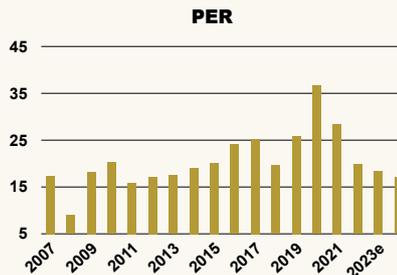
Immobilier Unibail/Mercialys



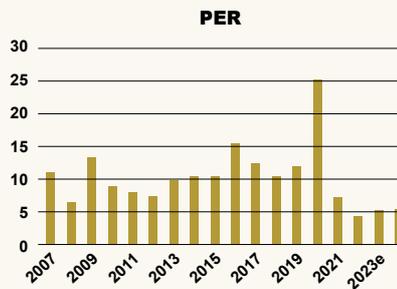
Utilities Engie/EDP



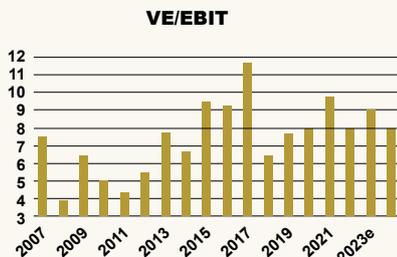
Luxe LVMH/Kering



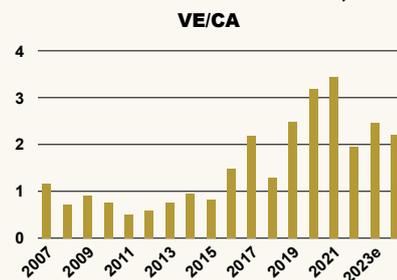
Pétrole&Gaz Total Energies



Informatique Sopra/Neurones

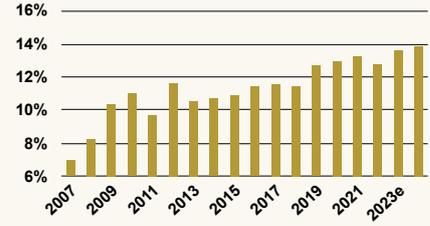


Technologie STMicro/Soitec

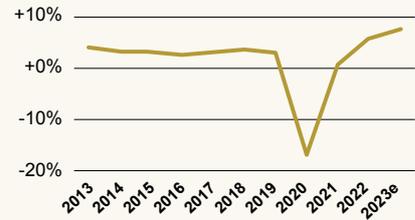


KPIs*

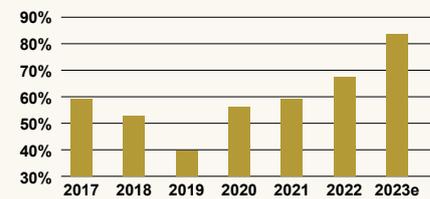
Fonds Propres de catégorie 1 (CET1)



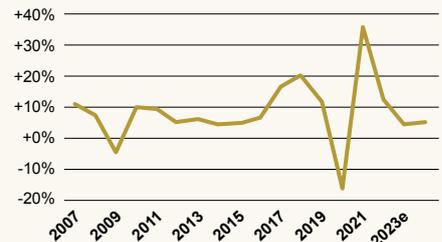
Croissance organique des loyers



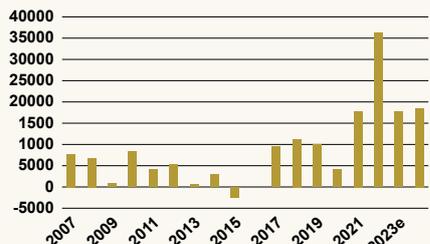
Part de Capex dans le renouvelable



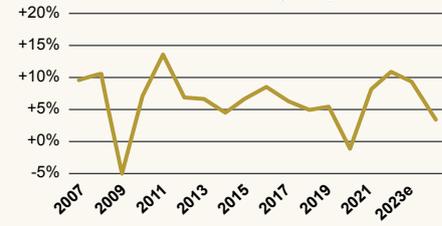
Croissance organique



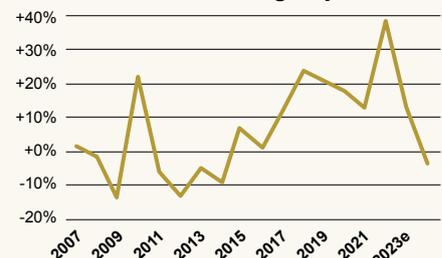
FCF



Croissance organique



Croissance organique



*Moyenne simple des sociétés en portefeuille
Source : GESTION 21

La difficulté d'investir dans des promesses technologiques

Où en est-on ?

L'environnement de taux historiquement bas que nous avons récemment connus a poussé les levées de fonds au niveau du Private Equity, boosté les introductions en bourse sur des niveaux de valorisation questionnables. Nous avons assisté à une prolifération des promesses technologiques, de sociétés à faible revenus, généralement pas profitables et qui planifient une rentabilité opérationnelle dans plusieurs années. Elles sont généralement très généreusement valorisées en raison des thématiques porteuses auxquelles elles sont exposées (transition énergétique, chimie verte, intelligence artificielle, e-commerce...)

De mauvaises performances récentes

La hausse des taux d'intérêt a eu un

impact très important sur ces sociétés qui, souvent endettées, constatent des charges financières en hausse et, très fortement valorisées, voient leur prime de risque augmenter.

Si l'on prend toutes les IPO sur le marché français depuis 2021 (nous en dénombrons 38), la performance moyenne de l'échantillon est de -50% depuis la cotation.

Valorisations gonflées ? Environnement macro défavorable ? Décote de liquidité ? Sans doute un mélange de toutes ces raisons explique l'échec des dernières cotations.

Les innovations technologiques, ce n'est pas nouveau

L'intelligence artificielle générative qui a émergé cette année avec ChatGPT d'OpenAI est le petit der-

nier d'une longue famille de disruptions technologiques annoncées (internet, progrès dans le séquençage du génome humain, énergies renouvelables, blockchain et cryptomonnaies, cybersécurité, e-commerce...) Certaines promesses que l'on pensait révolutionnaires n'ont finalement pas eu le succès escompté :

- L'impression 3D : des CAPEX élevés, des limitations dans les vitesses d'impression expliquent notamment cet échec
- Métaverse : la complexité technologique, le contenu limité, la qualité insuffisante et les coûts élevés ont empêché le déploiement de cette innovation



L'intelligence artificielle générative : notre avis

Il est encore trop tôt pour dire si l'Intelligence Artificielle générative est un succès ou un échec à l'échelle économique. Gen AI est sans doute l'une des technologies les plus prometteuses. Malgré certains défauts très importants (éthique, sensibilité au biais, contenu trompeur), l'intelligence artificielle est un outil qui permet d'améliorer la productivité de nombreux domaines (publicité, codage, marketing, ...).

Nous ne voyons pas l'IA comme une fin en soi mais comme un outil permettant d'améliorer les process. Comme n'importe quel outil de gestion, il faut qu'elle soit bien utilisée et que l'utilisateur puisse contrer les défauts et biais susmentionnés.

UNIVERS DE RÉFÉRENCE

retraité des 20% des plus mauvaises notations ESG

ACTIONS 21

	NOTATION ESG ¹ (/100)	70	61
Note ESG quantitative (/100) ¹		72	61
Environnement		73	65
Social		58	55
Gouvernance		78	65
Note ESG qualitative¹ (bonus/malus entre -30 et +30)		-2	0
Taux de couverture		100%	100%
Nombre d'entreprises		38	~1400

¹ Les notations sont des moyennes pondérées par le poids (fonds) et les capitalisations boursières (univers). La notation ESG est composée d'une notation quantitative (constituée de 11 indicateurs mesurables) complétée par une appréciation qualitative interne (matérialisée par un bonus/malus).

² En poids : 100% des entreprises en portefeuille sont notées par GESTION 21. 73% des entreprises de l'univers de référence sont notées par Vigeo Eiris et 27% par GESTION 21. L'univers de référence correspond à l'univers défini par le fonds comme benchmark pour son objectif ESG. Cet univers est constitué d'environ 1400 entreprises européennes. La méthodologie de notations ESG interne est détaillée dans le Code de Transparence disponible sur : www.gestion21.fr.

Sources : GESTION 21, Vigeo Eiris

Les choix technologiques de Gestion 21

Comme pour n'importe quel secteur ou société analysée, notre équipe accorde une part prépondérante à la valorisation. Même si l'horizon de la trajectoire de croissance peut être long.

Nous apprécions le thème Cleantech (le précédent rapport comportait un dossier dédié). Mais il est primordial selon nous, pour éviter au maximum les déconvenues boursières, de bien

Waga : une société française fondée par des anciens d'Air Liquide qui a mis au point une machine (Wagabox®) permettant de convertir le gaz émanant des décharges et de le distribuer dans le réseau de gaz de ville.

Ce que nous apprécions :

- Le taux d'équipement des décharges d'un dispositif tel que celui-ci est inférieur à 1%

- On estime à environ 80Mds€ le gaz naturel libéré sans être valorisé par les opérateurs de décharge

- La technologie Wagabox est largement meilleure que ses concurrents en termes de rendement en utilisant la cryogénie plutôt que la solution PSA (Pressure Swing Absorption)

comprendre la technologie sous-jacente de la société et d'appréhender la taille de son marché adressable et son taux de pénétration.

A ce titre, nous apprécions particulièrement une valeur de ce domaine qui est aujourd'hui dans notre portefeuille, Waga Energy (0,4% du portefeuille).

- Profitabilité attendue pour 2024

Les points d'attention :

- Trajectoire de développement et de commercialisation (installation de Wagabox)

- Trajectoire vers la profitabilité

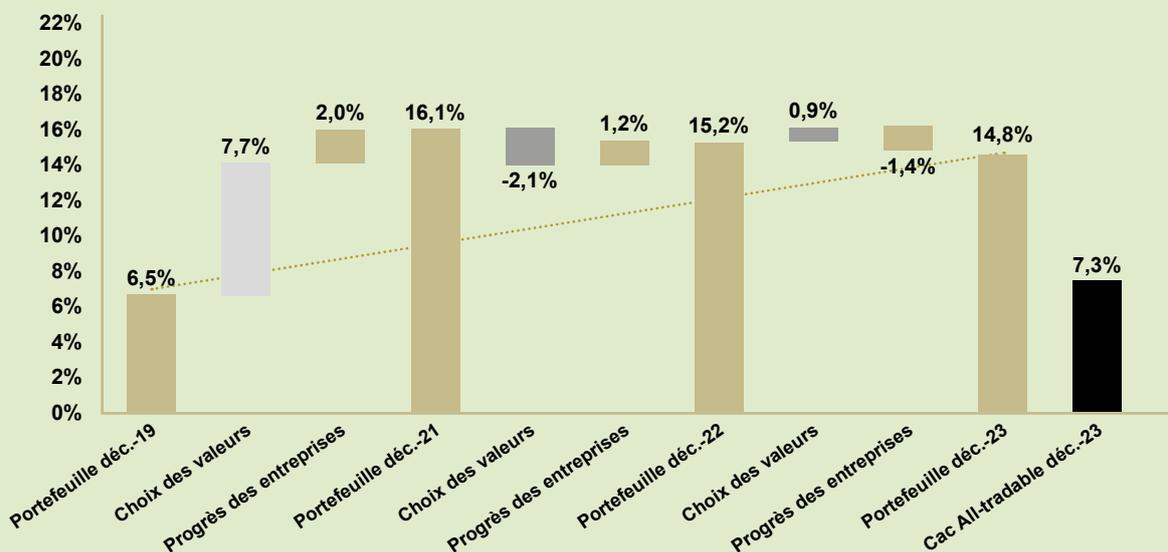
- Promesse concurrentielle supérieure

Au-delà de l'investissement dans les cleantech, nous avons également d'autres positions sur des business en croissance, soit par le biais de pure-player décotés comme Voltalia dans les énergies renouvelables, soit par le fait d'acteurs historiques ayant entamé leur transformation, comme les constructeurs automobiles (part verte du CA 2022 à 9% vs. 6% en 2021). Nous pouvons également mentionner les sociétés de semi-conducteurs (Soitec et STMicro) exposées à des marchés porteurs comme le véhicule électrique et disposant de valorisations abordables.



Les opinions énoncées ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Modèle d'attribution de la performance ESG au travers de la part verte



Données au 29/12/2023. Source : GESTION 21
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

Utiliser l'ESG pour faire de la performance financière

Nous l'avons déjà dit : nous utilisons l'ESG pour faire de la performance financière. En revanche, si conflit il y a entre performance ESG et performance financière, nous favoriserons toujours la performance financière. Notre mandat est et restera : faire la meilleure performance absolue et relative possible.

Pendant de nombreuses années, la communauté financière a négligé l'absence de lien systématique entre performance ESG et performance boursière. Elle a supposé, voire intégré, que les bonnes pratiques ESG entraînaient mécaniquement de la performance financière.

Nous n'étions pas d'accord pour trois raisons :

- L'ESG est un coût global pour l'économie et donc pour les entreprises et les ménages.
- Ce n'est pas parce que deux courbes ont la même direction qu'il existe un lien de causalité.

- La corrélation suggérée automatiquement entre ESG et performance néglige un facteur qui nous est essentiel : la valorisation.

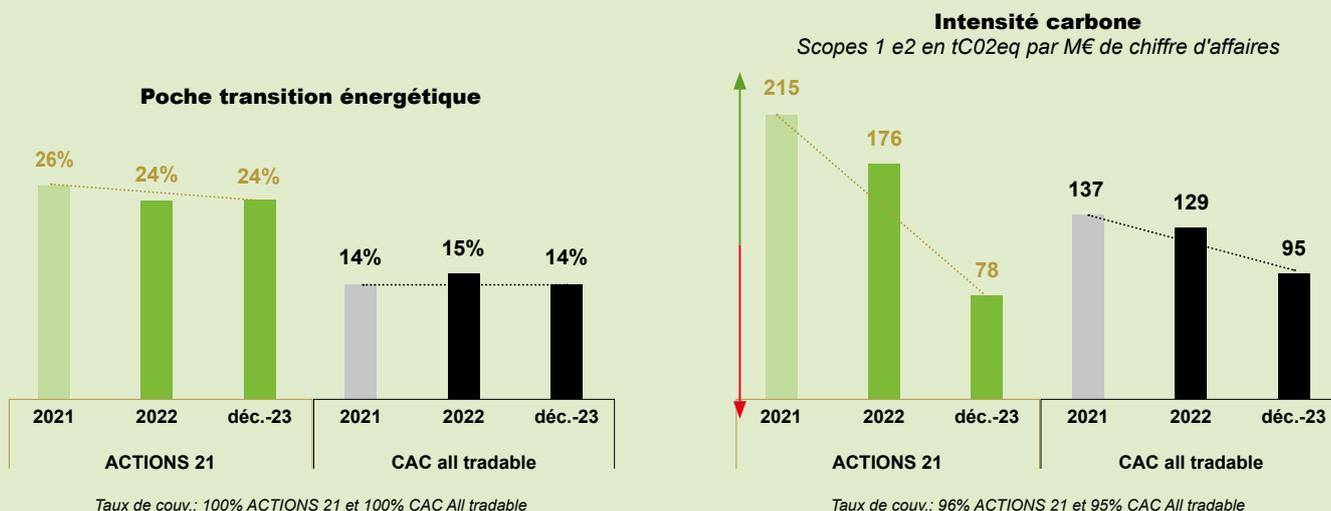
Il est vrai que les fonds thématiques ESG Climat ont bien performé pendant la période 2015-2020. Mais quelle en est la raison : est-ce leur exposition aux solutions vertes ? ou autre chose ?

Lorsque l'on analyse ces fonds, on constate qu'ils présentent un fort biais Croissance. C'est normal : pour lutter contre le réchauffement climatique, de nombreux investissements sont nécessaires et les sociétés présentes dans ces fonds ont un biais naturel Croissance (électrification, efficacité énergétique...). Sauf qu'au-delà d'une bonne visibilité sur leur business, leurs valorisations étaient très élevées. Et c'est pour cela que nous n'avons pas investi sur ces titres. Nous expliquons leurs bonnes performances 2015-2020 et leurs mauvaises performances 2021-2023 par leur caractère Croissance et les

valorisations trop élevées, leurs perspectives de résultats n'ayant pas nécessairement reculé.

Nous avons mis en place, en amont de la taxonomie qui commence à être étendue à l'ensemble des émetteurs, un indicateur interne "La part verte du CA" qui permet de mesurer la part du chiffre d'affaires d'une entreprise dans des produits ou services utiles au développement durable. L'idée est de faire correspondre le mieux possible les éléments ESG et activité, pour mesurer au mieux l'impact dans les états financiers et, par conséquent, dans les valorisations boursières.

L'analyse ESG n'en reste pas moins primordiale. Mais, en réalité, rien n'a changé. L'analyse des secteurs et des sociétés apporte de la performance. Elle s'est enrichie grâce à de nouveaux indicateurs et de nouveaux enjeux pour les sociétés, notamment ESG mais pas que : intelligence artificielle, nouveaux modes de consommation, traitements anti-obésité...



Sources : GESTION 21, sociétés
Données au 29/12/2023

Paniers de fonds thématique verte Vs. MSCI EMU



*Les fonds sélectionnés ont une thématique d'investissement explicite dans des entreprises dont une partie importante du chiffre d'affaires a un impact positif sur l'environnement (eco-solutions, transition bas carbone).

Nous pensons que les indicateurs ESG doivent être intégrés dans le cadre de l'analyse globale de chaque société.

Corrélation des fonds thématique verte avec :	
MSCI EMU Croissance	91%
MSCI EMU	84%
MSCI EMU Value	69%

Données au 29/12/2023
Sources : GESTION 21, MSCI

Formation des salariés Nombre d'heure moyen par salarié



Taux de couv.: 99% ACTIONS 21 et 95% CAC All tradable

Equilibre du conseil (mesuré par le taux de féminisation)



Taux de couv.: 99% ACTIONS 21 et 96% CAC All tradable

Modification du label ISR : la position de GESTION 21



Le renforcement des exigences pour l'obtention / la conservation du Label ISR va concerner ACTIONS 21 et IMMOBILIER 21 au 1er Janvier 2025 (nous avons un an pour nous y adapter).

Cette évolution va renforcer le caractère ESG des fonds labellisés ISR. C'est une bonne chose car le véritable contenu ESG de nombreux fonds labellisés ISR est aujourd'hui réduit.

Notre démarche ESG

Nous avons adopté il y a trois ans une démarche ESG Climat comme contributeur positif à la performance financière, résumée de la manière suivante :

- L'ESG Climat au service de la performance financière ; sinon rien.
- Publication d'indicateurs propriétaires de performance ESG Climat (2 par fonds).
- Investir en accompagnant des entreprises qui s'engagent dans la transition énergétique (pas de démarche punitive, pas de sanction).

Le nouveau label ISR

Les principaux éléments de cette évolution du label ISR sont les suivants :

1. Exclusion des 30% plus mauvaises notes de l'univers (20% actuellement)
2. Ajout de deux indicateurs dans la liste des PAI (*Principal Adverse Impact*) en lien avec les objectifs ESG du fonds
3. Exclusion des émetteurs dont plus de 5% du chiffre d'affaires provient du charbon ou qui développe de nouveaux projets concernant le charbon thermique ou l'énergie fossile conventionnels ou non conventionnels
4. Renforcement des votes aux assemblées générales pour atteindre un taux de 90 % des entreprises françaises et 50 % des entreprises non françaises.

Les fonds vont devoir clarifier leur positionnement au regard de ce nouveau Label ISR. L'augmentation des contraintes va-t-elle conduire à sortir du Label ? La stratégie des fonds est-elle compatible avec le maintien du Label ?

Notre réflexion en cours

Pour ce qui concerne les fonds de **GESTION 21**, nous allons devoir mesurer l'impact de cette réforme sur notre mandat dont l'objectif principal est la maximisation de la performance financière.

Nous sommes résolu à maintenir notre objectif de performance ESG Climat mesuré et diffusé aux investisseurs, avec ou sans Label.

Nous maintiendrons la part verte du CA et la part du portefeuille investie dans la transition énergétique comme mesures de performance ESG du fonds Actions 21 et pour Immobilier 21 les parts des immeubles certifiés au niveau environnemental et l'intensité carbone.

Faudra-t-il sortir du Label ou faudra-t-il adapter/modifier notre processus d'investissement ? La question est clairement posée avec cette réforme. Nous comptons échanger avec les investisseurs dans le courant de 2024 après avoir mesuré les conséquences des différents choix qui se présentent.

Conformité et contrôle interne 2023



L'organisation de la conformité et du contrôle interne au sein de GESTION 21 reprend bien les trois niveaux réglementaires. Le premier niveau, qui est le suivi au quotidien des risques est réalisé par les collaborateurs et plus spécifiquement par le Middle Office. Le contrôle de second niveau, dit contrôle permanent, chargé d'élaborer et d'exécuter le plan de contrôle annuel est assuré par la RCCL. Le contrôle de troisième niveau, dit contrôle périodique, chargé de réaliser des audits périodiques selon un plan de contrôle triennal est délégué à un cabinet extérieur. Début 2023, GESTION 21 a contracté avec le Cabinet PCI conseil pour son contrôle périodique.

En plus de cette organisation du contrôle interne, nous sommes également contrôlés par le commissaire aux comptes, le dépositaire et notre autorité de supervision l'AMF.

Sur l'année 2023, nous n'avons pas eu de contrôle de l'AMF mais le dépositaire a réalisé un audit sur le thème du suivi des stress de liquidité. Cet audit a conclu à l'existence d'un dispositif de suivi des stress test de liquidité satisfaisant mais perfectible en intégrant dans la procédure le suivi réalisé par les gérants du nombre de jours de liquidation du portefeuille.

Le cabinet de contrôle périodique, sur le premier semestre, a pris connaissance de l'organisation générale de la société, l'organisation opérationnelle et l'organisation du contrôle permanent, et a réalisé les contrôles sur les thèmes de la rémunération du personnel et de l'évaluation du risque. Les conclusions du rapport du premier semestre étaient satisfaisantes pour l'organisation et pour l'évaluation du risque. Concernant la rémunération du personnel, le rapport a conclu partiellement satisfaisant avec des recommandations marginales.

Le contrôle permanent a réalisé le plan de contrôle établi en début d'année et soumis à la direction. Aucune anomalie significative n'a été relevée sur l'année.

Sur l'année 2023, l'AMF a souhaité accélérer la mise en place d'outils de gestion de liquidité pour les OPC français. Gestion 21, attentive à la liquidité des fonds qu'elle gère depuis leur création, avait introduit certains dispositifs permettant de limiter les risques de liquidité. Afin de compléter ce dispositif, GESTION 21 a décidé d'introduire dans les fonds Actions 21 et Immobilier 21 le mécanisme des gates, mais n'a pas jugé utile de les introduire dans OCC21 compte tenu de la taille limitée du fonds.

En 2023, les indemnités à payer et à recevoir par les fonds en cas de retards de réception livraison de titres, ont été en faveur des fonds. Ainsi le solde annuel s'élève à +660 euros pour Actions 21 et +214 euros pour Immobilier 21.



RSE GESTION 21 focus sur les étudiants stagiaires

Dès sa création, GESTION 21 a été active dans le domaine Social.

Notamment en formant de nombreux stagiaires de niveau Master, accueillis autant dans le pôle commercial que l'analyse financière et la gestion de portefeuille.

1 salarié actuel de l'entreprise sur 2 est un ancien stagiaire.

Et cette proportion est identique depuis la création de la société.

Retrouvez notre démarche RSE complète sur la page Société de notre site internet.

Stagiaires devenus salariés de GESTION 21 depuis 10 ans

Sur 54 stagiaires accueillis

10 ont été recrutés en CDI



Relations investisseurs

Retour recommandé de la diversification

L'année 2023 a mis en lumière les problèmes que l'absence de liquidité, intrinsèque au secteur immobilier non coté, couplée à l'excès de capitaux, a provoqué sur le secteur des fonds non cotés.

En effet, l'épargne immobilière non cotée a connu sa plus mauvaise année depuis 30 ans : les investisseurs sont passés d'une grande confiance à une défiance devant les baisses de valeurs d'actif de certains fonds, en contradiction avec leur risque SRI associé. La vague de décollecte qui a suivi a rappelé aux investisseurs l'importance du critère de liquidité dans le choix d'un investissement.

Le constat, c'est que l'histoire se répète, que l'on n'apprend peu de nos erreurs passées : nous passons d'un excès de capitaux dans un secteur à un autre :

- 2001 les nouvelles technologies
- 2008 les subprimes
- 2023 l'immobilier non coté

Nous sommes probablement aujourd'hui même en train de créer une nouvelle bulle dans un secteur d'investissement...

Nous sommes convaincus que la meilleure façon de se prémunir de ce risque est de ne pas abandonner certains secteurs comme cela a été le cas depuis plusieurs années : la Value, les foncières cotées, les smid cap, les actions chinoises... Cela n'est possible qu'en s'éloignant de la gestion passive qui par nature se nourrit des tendances !

Les flux de capitaux excessifs doivent interpellier l'investisseur au même titre que les écarts de valorisation entre certains secteurs. C'est ce que nous observons aujourd'hui au sein même de notre marché actions France entre les secteurs dits de Croissance et les secteurs dits Value.

Le comportement suiveur des investisseurs ne permet pas une saine diversification des portefeuilles. Il en résulte une concentration toujours plus importante du risque. Ils ont oublié qu'il est sage de ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier ! Même sans flux, une entreprise Value dont l'activité est stable ou en croissance, subit une appréciation par le

biais de son rendement. L'investisseur de long terme sera récompensé par sa patience.

La gestion active apporte à l'investisseur, outre de la performance à long terme, un reporting, une traçabilité de son processus d'investissement et la recherche fondamentale sans laquelle il serait difficile de dénicher les pépites Value.

La diversification doit être au centre des préoccupations de l'investisseur rationnel et, dans ce contexte, la gestion Value doit naturellement trouver une place dans un portefeuille.

Valérie Salomon Liévin
Jordan Mandin

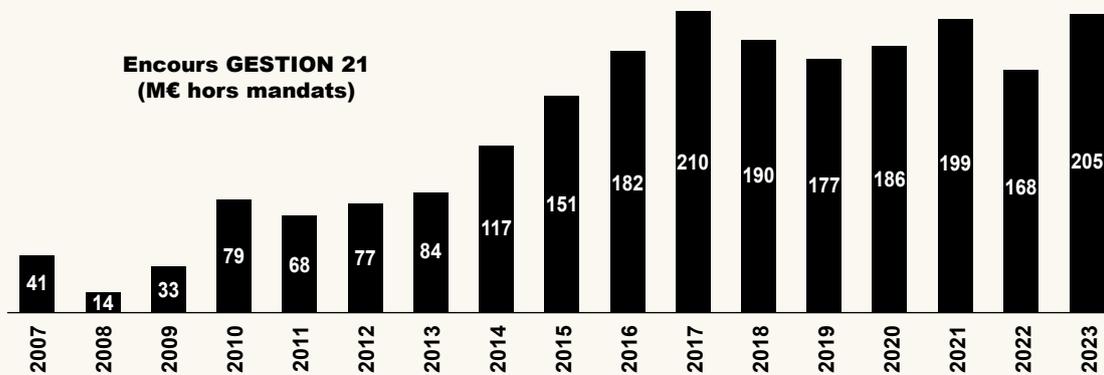
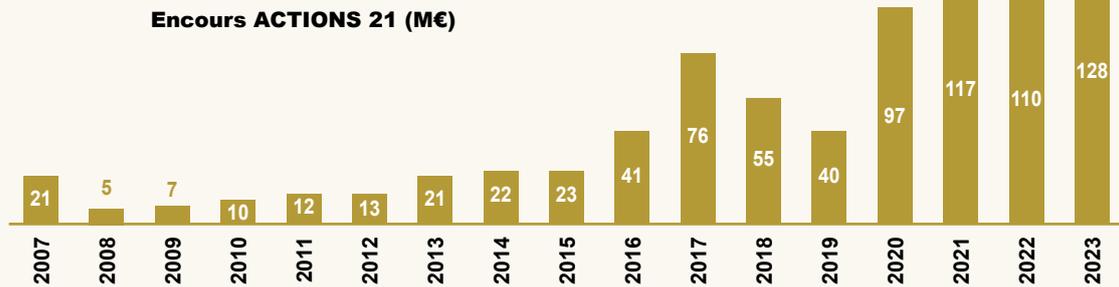
Nos référencements



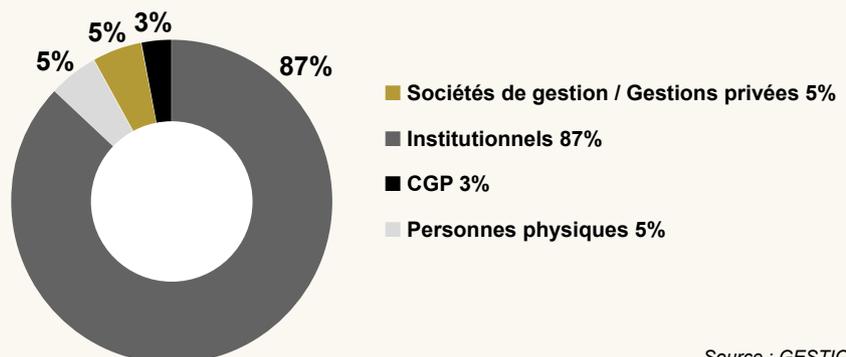
Activité commerciale 2023

554	Echanges téléphoniques
73	Rendez-vous
26	Réunions ou visioconférences CGP, insitutionnels
5	Tables rondes pour CGP, associations, groupements, institutionnels
1	Salon

Evolution des encours de GESTION 2 I



Répartition des encours du fonds ACTIONS 2 I par typologie d'investisseurs



Source : GESTION 21
Données arrêtées au 29/12/2023

Avertissement

Ce document est une communication publicitaire à destination de nos clients et prospects (institutionnels, sociétés de gestion, CGP). Ce document commercial ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé, ni une recommandation d'investissement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les valeurs citées dans ce document ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement.

Les informations contenues dans ce document sont inévitablement partielles et incomplètes et n'ont pas de valeur contractuelle. Elles sont également susceptibles d'évolution.

Toute souscription doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et du document d'informations clés disponibles sur la base GECO de l'Autorité des Marchés Financiers, sur simple demande auprès de GESTION 21 ou sur son site internet (www.gestion21.fr).

Le traitement fiscal propre à l'investisseur de parts de ce fonds dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible d'être modifié.

Les parts de ce fonds n'ont pas été enregistrées et ne seront pas enregistrées en vertu de la loi US Securities Act of 1933 tel que modifiée ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. En conséquence, elles ne peuvent être offertes ou vendues directement ou indirectement aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ou pour le compte ou au bénéfice d'une "US person" ou à des US Investors au sens "FATCA".

RISQUE EN CAPITAL

Le fonds est exposé à un risque de perte en capital.

RISQUE ACTION

Les investisseurs supportent un risque action (volatilité). La variation des cours des actions peut faire baisser la valeur liquidative du fonds. Les choix de gestion peuvent conduire à une exposition du fonds 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 à ce fonds repose sur la sélection de valeurs. Il existe un risque que le fonds ne soit pas investi à tout moment sur les valeurs les plus performantes. La performance du fonds peut donc être inférieure à l'objectif de gestion.

RISQUE DE LIQUIDITÉ

Les investissements sont possibles sur les actions de petite capitalisation. Le volume des actions cotées étant réduit, ce risque représente la baisse de prix que le fonds devrait potentiellement accepter pour pouvoir vendre certains actifs pour lesquels il existe une demande insuffisante sur le marché.

DONNEES ESG

GESTION 21 tient à informer des précautions liées à l'interprétation des résultats ESG. Les résultats ESG obtenus (notations et indicateurs) doivent s'analyser avec prudence au regard des données disponibles communiquées par les émetteurs et de l'arbitraire du système de notation. Ce constat incite l'ensemble des acteurs à promouvoir l'émergence d'un système de données plus fiables.

Crédits photographies

Page 4 - 1 : Pexels/Väinö Parjanen - Page 7 - 1 : Pexels/Peter Leahy, 2 : Ueslei Marclino - Page 10 - 1 : Arnd Wiegmann, 2 : Alstom/Olivier Schindler, 3 : Polar Photo Editor, 4 : Alami, 5 Unplash/ Behnm Norouzi - Page 11 - 1 : Moneyvox Media, 2 : Maxnews-frfour - Page 16 - 1 : lazard-sa/Sopra Steria, 2 : Tradingsat 3 :Vallourec, 4 : INO15 - Page 19 - 1 : BdF, 2 : Pexels/Rijan Hamidovic, 3 : Ueslei Marclino, 4 : 1, 5 :Tradingsat, 6 : Pexels, 7 : Soitech Image - Page 21 - 1 :Waga, 2 :Pexels - Page 24 - 1 :Pexels/Quang Nguyen Ninh



GESTION 21

8 rue Volney, 75002 Paris

www.gestion21.fr

LinkedIn



Dépositaire : Caceis Bank

Commissaire aux comptes : Deloitte



Relations Investisseurs

Valérie Salomon Liévin

v.salomon@gestion21.fr

01 84 79 90 24

Jordan Mandin

j.mandin@gestion21.fr

01 84 79 90 32



ACTIONS 21 (A) FR 00 10 54 18 13

ACTIONS 21 (I) FR 00 10 53 91 97

ACTIONS 21 (L) FR 00 13 32 70 46

IMMOBILIER 21 (AC) FR 00 10 54 18 21

IMMOBILIER 21 (AD) FR 00 10 54 18 39

IMMOBILIER 21 (IC) FR 00 10 54 07 16

IMMOBILIER 21 (ID) FR 00 10 54 18 54

OCC 21 (AC) FR 00 13 38 58 46

OCC 21 (AD) FR 00 13 38 58 53

OCC 21 (IC) FR 00 13 38 58 12

