



13ème Conférence annuelle du Cercle des Analystes Indépendants sur la conjoncture des investissements en 2026

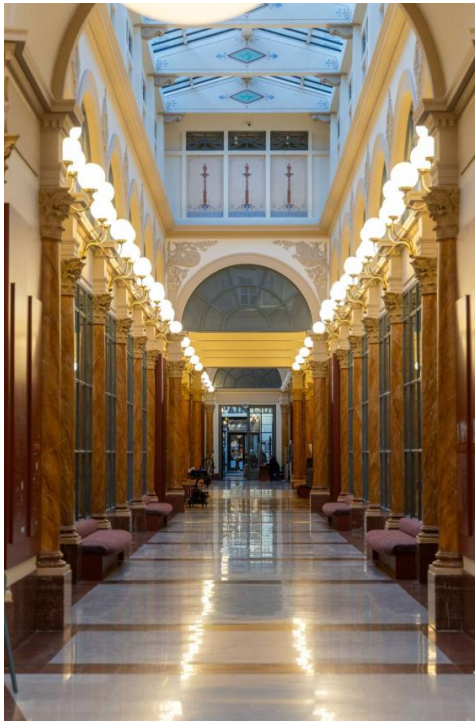
Paris, le 25 novembre 2025

Auditorium de l'Institut National de l'Histoire de l'Art,

2 rue Vivienne, Paris II

2026 : ruptures

Synthèse des échanges



Ruptures : la position des économistes et des financeurs

Table ronde animée par

Jean-François Filliatre, Directeur Editorial – Marchés Gagnants

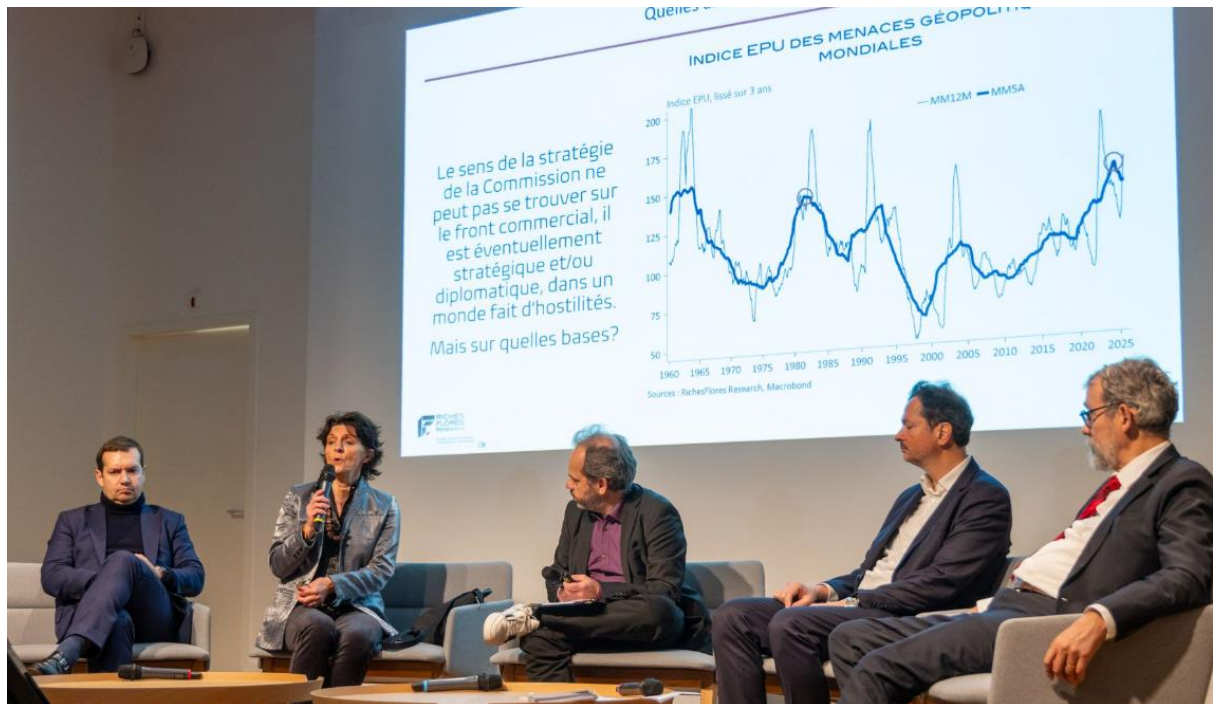
Intervenants :

Véronique Riches-Flores, Riches Flores Research

Jean-Luc Buchalet, Pythagore Consult

Rainier Brunet – Guilly, New Apha Asset Management

Cedric Lowenbach, Bpifrance



Ruptures : la position des économistes

**Véronique Riches-
Flores, Riches
Flores Research**



Les points clés de son analyse :

Le réarmement européen est bien réel et va marquer les prochaines années. Avec une hausse de 19% en 2024, selon le SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute), les dépenses militaires de l'Union Européenne pourraient doubler d'ici 2035, et atteindre plus de 800 Mds\$ à cette date. Cette évolution est commune à d'autres pays, comme le Japon : c'est bien le monde entier qui se réarme, ce qui induit des besoins de financement très importants.

Aujourd'hui, l'IA représente 55% du PIB américain et est en passe de consommer une grande partie des ressources de l'économie américaine : talents, investissements et financements gigantesques, dans le cadre de ce qui ressemble de plus en plus à une pyramide de Ponzi. Le secteur concentre la quasi-totalité des gains de productivité avec l'énergie. Surtout, ces gains de productivité sont peu et mal distribués. Les secteurs qui les génèrent sont très peu pourvoyeurs d'emplois et leur développement va nuire au marché de l'emploi. A terme, le marché du travail sera affecté et, au total, l'IA va aggraver la dualité des sociétés et les inégalités d'une manière générale, ce qui contribue au déclin des pays occidentaux..

Ruptures : la position des économistes

Jean-Luc Buchalet,
Pythagore Consult



Les points clés de son analyse :

Les ruptures géopolitiques sont imbriquées avec les ruptures technologiques. Par exemple, l'affaire DeepSeek, une société chinoise d'intelligence artificielle, a révélé début 2025 un agent conversationnel qui serait aussi performant que Chat GPT (Open AI), mais serait considérablement moins couteux en énergie notamment. En fait, il apparaît que cette société utilise l'IA américaine pour « entraîner » ses propres algorithmes, et obtenir de tels résultats. De même, les composants semi-conducteurs chinois ont un retard important sur les composants américains, qui semble difficile à combler. Au cœur d'un potentiel conflit militaire souvent évoqué, Taiwan est aussi un acteur majeur des ruptures technologiques en cours : l'île produit avec TSMC, 90% des microprocesseurs les plus avancés et utilisés par l'IA....Par ailleurs, Jean Luc Buchalet a souligné le contraste impressionnant entre le sommet d'optimisme qui caractérise actuellement les marchés financiers sur le sujet de l'IA, et la grande faiblesse de la confiance des ménages. La chute du cours des crypto monnaies lui semble être un indicateur avancé du probable dégonflement à venir d'une bulle de l'IA aux USA.

Ruptures : la position des économistes et des financeurs

Rainier Brunet-Guilly,
New Alpha Asset
Management



Les points clés de son analyse :

Même si la guerre avec la Russie n'est pas déclarée, il faut clairement désigner la menace. Des dizaines d'actes de sabotages ont marqué les dernières années, témoins d'une guerre qui ne dit pas son nom, et est minimisée chez nous.

Il a rappelé que les entreprises de la BITD sont extrêmement diverses, et que la production à grande échelle est un véritable défi industriel et technique. Des opérations de fusion acquisitions sont possibles et parfois nécessaires, toujours sous le regard de la DGA. Pour participer à l'effort de financement national, New Alpha Asset Management a lancé un fonds avec un objectif de 250m€. Il vise à prendre des positions minoritaires dans des entreprises à forte croissance pour leur permettre de monter en cadence et de se développer à l'export.

Ruptures : la position des économistes et des financeurs

Cedric Lowenbach
Bpifrance



bpifrance

Les points clés de son analyse :

Il a présenté la BITD (Base Industrielle et Technologique de Défense), qui couvre l'ensemble des industries nationales prenant part à la production de matériel de défense. Cet ensemble économique français concerne 4 500 entreprises (PME et ETI), souvent sous-traitantes et en relation avec les 9 groupes industriels (dont Safran, Thalès, Dassault...), sous la supervision de la Direction Générale de l'Armement. Il apparaît que la BITD doit augmenter sensiblement ses cadences de production face à une demande en forte hausse. Il y a un besoin de fonds propres, sachant que l'endettement de ces sociétés est habituellement élevé, comme beaucoup de PME-ETI françaises. Pour répondre à ce besoin de financement, Bpifrance mobilise de nombreux dispositifs généralistes préexistants, et a de plus lancé un produit d'épargne d'un montant cible de 450 m€, accessible au grand public à partir de 500€, éligible au PEA et aux contrats d'assurance vie, pour une durée de 20 ans et une période de blocage des fonds de 5 ans, comme pour beaucoup de produits d'investissement en actions non cotées, et un objectif de rentabilité de 5%, 3 200 français ont déjà souscrit à ce nouveau fond Bpifrance Défense.

Ruptures : la position des analystes

Table ronde Animée par

Hubert Tassin

Journaliste, « Boursing »

Intervenants :

Eric Galiègue, Phiadvisor Valquant

Gilles Bazy-Sire, Equity GPS

Jerome Lieury, Olier Etudes & recherche



Conférence annuelle du 25 novembre 2025

Ruptures : la position des analystes

**Gilles Bazy-Sire,
Equity GPS**



Les points clés de son analyse :

Ruptures géopolitiques

Gilles Bazy-Sire, président d'EQUITY GPS, a présenté le modèle de diffusion de l'innovation de Rogers. Il apparaît que 66% de la population mondiale utilise régulièrement des outils d'IA (Forbes), que les développeurs, les grandes entreprises, et les administrations centrales sont en avance dans l'utilisation de l'IA, et qu'en revanche les secteurs traditionnels et les environnements non concurrentiels sont en retard dans utilisation de cette technologie.

Il a utilisé l'outil EQUITY GPS pour apprécier non pas ce que nous "pensons", mais ce que le "Mister Market" pense aujourd'hui sur différents sujets, et s'il a raison ou tort.

Il a abordé successivement :

- 1) L'émergence de la Chine et de l'Inde :
- 2) Les difficultés de la zone euro et de la France :
- 3) IA
- 4) Défense
- 5) Métaux précieux
- 6) Cryptos actifs...

Ruptures : la position des analystes

Gilles Bazy-Sire,
Equity GPS



Les points clés de son analyse :

Ruptures technologiques

L'avènement de l'IA constitue une grande accélération : beaucoup mieux, beaucoup plus loin, beaucoup plus vite que les autres bonds de productivité de l'histoire (Chemins de Fer, Electricité, Moteur à explosion, Téléphone, Internet, ...) . Il génère beaucoup de scepticisme, beaucoup d'effets négatifs...Mais avec un préalable : formation à l'innovation et à l'agilité (exemple du Fonds Norvégien : formation obligatoire à l'IA pour tous, ce qui accélère le modèle de Rogers de diffusion de l'information)

Le rating Equity GPA des “hyperscalers” (Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta platforms) est conforme à leur Moyenne historique, mais l'allongement des durées d'amortissement et les montants astronomiques des Investissement sont inquiétants. Le secteur des semi conducteurs semble plus à risque encore...

Ruptures : la position des analystes

Eric Galiègue,
Phiadvisor
Valquant



Les points clés de son analyse :

Ruptures géopolitiques : il constate que les ratios d'évaluation du secteur européen aéronautique – défense ont fortement progressé en 2025, mais que cette évolution s'explique par un quasi doublement (passage de 10 à 20% environ) de la croissance à long terme anticipée par les analystes du consensus Factset. Parmi les 10 plus fortes contributions à la performance 2025, par exemple, Safran et Airbus apparaissent correctement évaluées par le marché. Les actions les plus attractives actuellement sont plutôt les banques...qui sont aussi un acteur du secteur de la défense puisqu'elles contribuent au financement de l'effort général de réarmement en Europe.

Ruptures : la position des analystes

**Eric Galiègue,
Phiadvisor
Valquant**



Les points clés de son analyse :

Ruptures technologiques

Sauf sur certains concepts (quantique, « small caps » IA, PALANTIR, ...) nous considérons qu'il n'y a pas de bulle financière sur l'IA, même s'il existe des ressemblances avec la bulle Internet de la fin des années 90 . S'il y a une bulle, elle est dans la sphère réelle : la masse des cash flow est gigantesque, les marges nettes sont très élevées, les investissements envisagés sont considérables et parfois « consanguins ». Ils induisent des besoins de financement très élevés et des exigences de rentabilité qui ne sont pas garanties... Ainsi, selon l'outil Phiadvisor Valquant, après intégration de la croissance et du risque, les giga capi technos US sont plutôt légèrement sous évaluées. La plus attractive est AMAZON.COM, la plus chère est TESLA.

Ruptures : la position des analystes

**Jerome Lieury,
Olier Etudes &
recherche**



Les points clés de son analyse :

Ruptures géopolitiques

Il constate moins d'engouement qu'en février- mars pour l'économie de guerre : la hausse boursière est derrière nous et les cours consolident en ce moment.

Les valorisations demeurent toujours élevées : des PER à 25x ou 30x soit bien plus que les 14x du Stoxx 600 ou les 22x du S&P500, sans parler des multiples de chiffre d'affaires

Deux midcaps françaises sont très orientées Défense :

- i) Exail Technologies et ses drones de déminage
- ii) Exosens et ses équipements pour la vision nocturne

deux sociétés très High Tech : en forte croissance, carnets de commandes explosifs, bonnes marges et valorisations très High Tech aussi : PER de 26x et multiple de CA > 3,5x pour Exail (4,2x avec la dette), et PER de 24,6x et multiple de CA > 5x pour Exosens.

Les tensions géopolitiques font vendre du matériel, mais le secteur défense se comprend sur le long-terme. Aujourd'hui, reconstituer des forces armées plus importantes en taille prendra du temps : il faut parfois retrouver les savoirs faire, former les jeunes, prendre les commandes et les exécuter : cela prend beaucoup de temps.

Ruptures : la position des analystes

**Jerome Lieury,
Olier Etudes &
recherche**



Les points clés de son analyse :

Ruptures technologiques

L'IA « tombe bien » : elle fait exploser la consommation de traitements informatiques, alors que la plupart des entreprises ont basculé leur informatique chez des opérateurs cloud et paient « au compteur » à présent.

Les valeurs les plus exposées :

- i) Nvidia, société qui a construit un quasi-monopole ("moat") et fait les prix qu'elle veut, et son sous-traitant TSMC,
 - ii) les hyperscalers AWS, Alphabet Google et Microsoft (qui, inversement perd de l'argent dans OpenAI),
 - iii) les équipementiers de data centers : Schneider Electric, Legrand, Emerson, etc. Plus les électriciens décarbonés, nucléaires y compris.
- Bulle ? le boom de l'IA est mieux financé que celui de l'Internet.
Reste la question du pay back et des cash-flows futurs, qui fait débat, surtout face aux montants pharaoniques d'investissements annoncés. Si la bulle éclate, il ne s'agira que d'une péripétie par rapport à ce qu'apportera l'IA à long terme ...

Ruptures : la position des gérants de portefeuille

Table ronde Animée par

Romain Dion

Journaliste, « Bourse et Placement »

Intervenants :

Eric Bleines, Swiss Life Gestion Privée

Marc Favard, Promepar AM

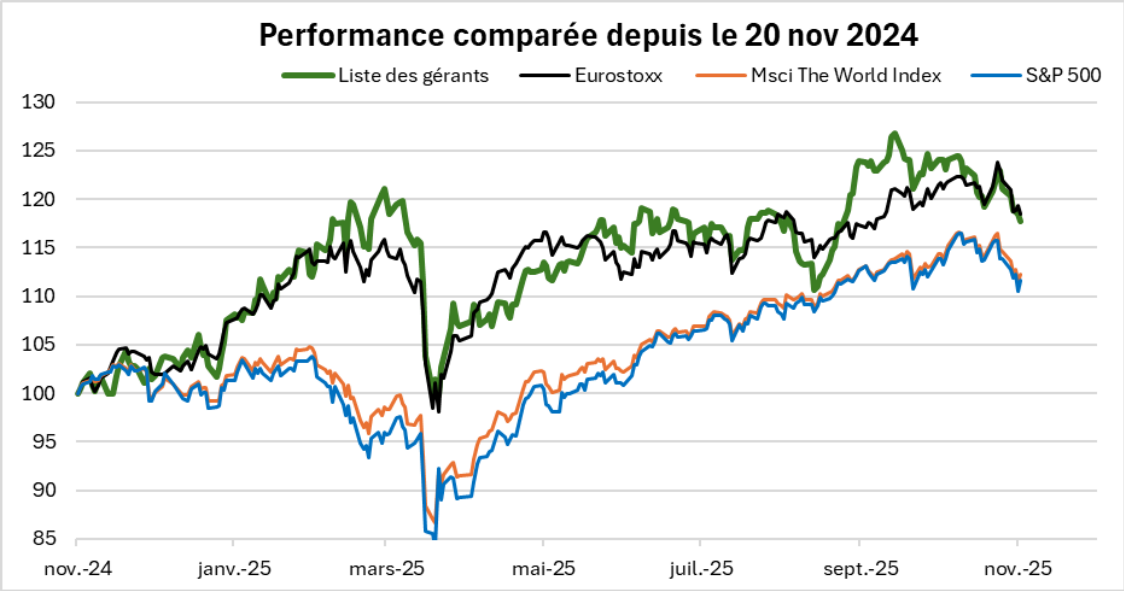
Daniel Tondou, Gestion 21



Ruptures : la position des gérants de portefeuille

Performance en % (hors dividende)	Depuis le 20/11/2024
Societe Generale S.A. Clas	113,0
VusionGroup	45,1
ASML Holding NV	35,3
Medtronic Plc	20,3
Covivio SA	7,6
Veolia Environnement SA	1,8
Alten SA	-15,5
JD.com, Inc. Sponsored AD	-17,8
Stellantis N.V.	-30,8
Moyenne	17,7
Euro STOXX	18,4
Euro STOXX équi pondéré	13,9
MSCI World Index	12,3
S&P 500	11,6
Ecart	
Euro stoxx	-0,7
Euro STOXX équi pondéré	3,8
Ecart MSCI World Index	5,4
Ecart S&P 500	6,1

Performances des actions de la liste 2025 fournie par les gérants le 20 novembre 2024 , au 21 novembre 2025, sans le rendement du dividende, en équi pondération » il faut remarquer qu’il ne s’agit pas d’un portefeuille : il faut donc être prudent sur les résultats d’une agrégation de la performance de 9 valeurs qui n’ont pas été sélectionnées en concertation des 3 gérants ».



Une surperformance à nouveau consistante vs l’indice équi pondéré et les indices internationaux

Ruptures : la position des gérants de portefeuille

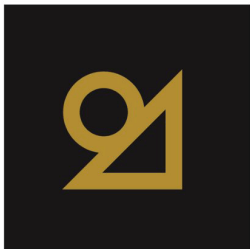
Daniel Tondou (GESTION 21)



Les points clés de son analyse :

Les marchés ne sont pas bradés actuellement, et il existe de grands écarts de performance entre secteur, pays, taille et style « Value » ou « Growth ». Il considère un début d'amélioration en zone € des chiffres d'affaires des entreprises qu'il suit : le point bas a été touché...Il a une vision positive de l'IA, qui est un outil à la disposition des entreprises pour améliorer leur productivité et donc contribuer à la croissance. Il identifie 4 niveaux d'impact de l'IA sur les entreprises :

- 1/les fabricants et vendeurs de processeurs, logiciels de l'IA, qui profitent directement du déploiement de l'IA
- 2/ des data centers
- 3/ les spécialistes de l'implémentation de l'IA dans les entreprises
- 4/ l'ensemble de entreprises : l'IA va générer des gains de productivité pour tous.



GESTION 21

Ses 3 actions pour 2026

CAP GEMINI : pour la reprise de son activité et une évaluation faible

KERING : en raison du changement de manager qui a engagé des changements très positifs

LEG Immobilien : une décote sur ANR de 54%

Ruptures : la position des gérants de portefeuille



GESTION 21

Capgemini : La croissance organique retrouve des couleurs
– bientôt la valorisation ?

CERCLE DES
ANALYSTES
INDÉPENDANTS



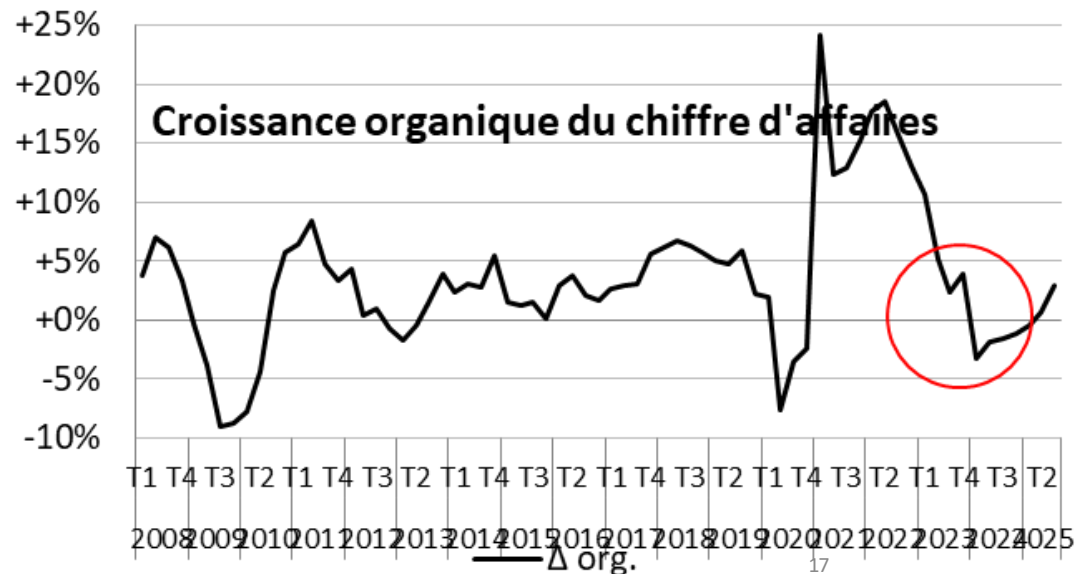
Capitalisation boursière : 22 Mds€
CA 2025^e : 22,3 Mds€
PE 2026^e : 12x
VE/EBIT 2026^e : 7,5x

Explication de la sous-valorisation

- Ralentissement de la croissance organique en 2024
- Forte baisse des valorisations (décote > 35% vs. historique 10 ans)

Les raisons d'un possible rattrapage

- Résilience des marges
- Point d'inflexion sur la croissance organique



Ruptures : la position des gérants de portefeuille

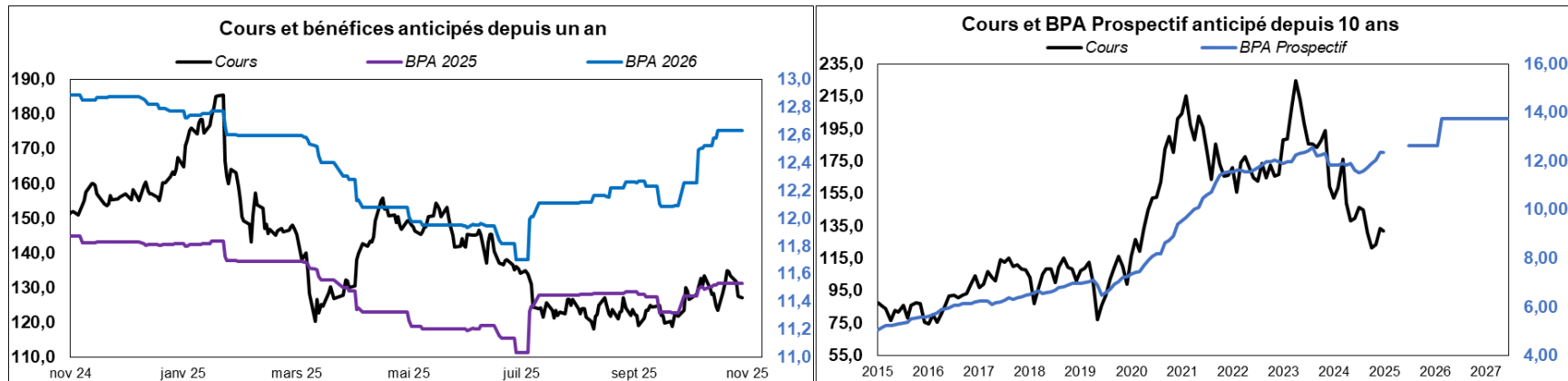


Table ronde 2 : le point des gérants



GESTION 21

CAPGEMINI



Scores fondamentaux

Note fondamentale	A+	
Score croissance bénéfices	4/10	Défavorable
Score croissance ventes	4/10	Défavorable
Score révision bénéfices	8/10	Favorable
Synthèse dynamique fondamentale	6/10	Favorable
Score de risque de marché	5/10	Neutre
Score qualité	8/10	Favorable
Score de valorisation	10/10	Favorable
Score de potentiel fondamental	8/10	Favorable

Ruptures : la position des gérants de portefeuille



GESTION 21

Kering: retrouver la croissance



K E R I N G



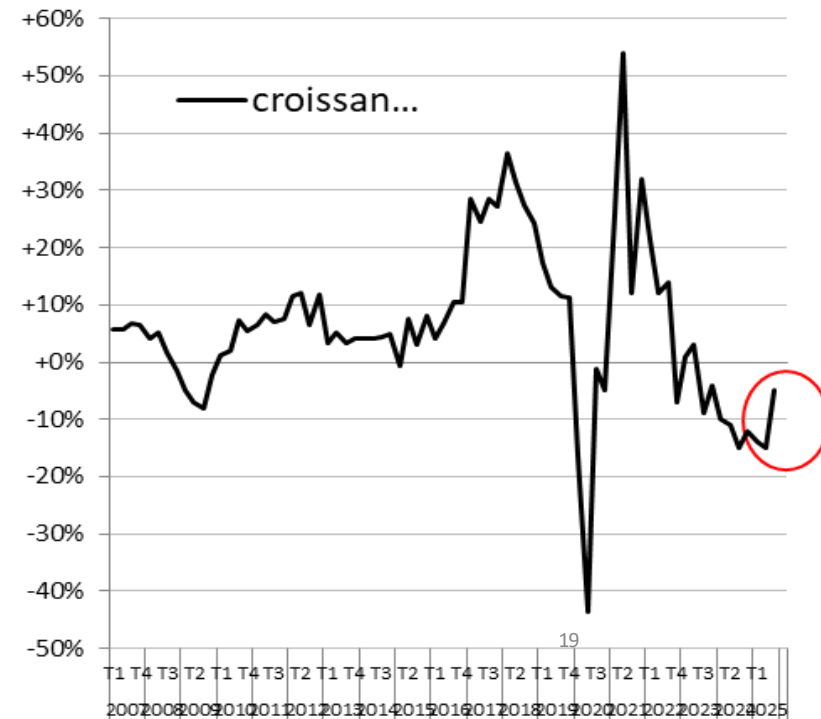
Capitalisation boursière : 37 Mds€

CA 2025^e : 14,9 Mds€

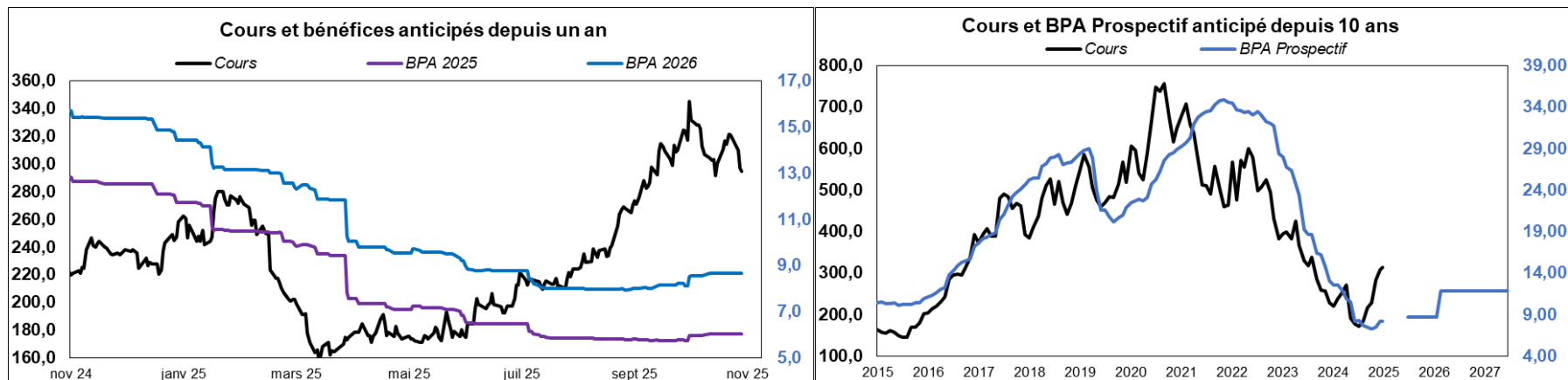
P/E 2026^e : 35x

VE/EBIT 2026^e : 20x

- **2025 : l'année de la stabilisation**
 - Clarification de la gouvernance : nomination de Luca De Meo (DG)
 - Assainissement de la dette (cessions immobilières, report acquisition Valentino)
 - Nouveaux directeurs artistiques et amélioration (encore très modeste) des croissances organiques (Gucci, YSL)



KERING



Source : Factset et PhiAdvisor Valquant



Scores fondamentaux

Note fondamentale	D-	
Score croissance bénéfices	2/10	Défavorable
Score croissance ventes	1/10	Défavorable
Score révision bénéfices	8/10	Favorable
Synthèse dynamique fondamentale	5/10	Neutre
Score de risque de marché	2/10	Défavorable
Score qualité	4/10	Défavorable
Score de valorisation	2/10	Défavorable
Score de potentiel fondamental	3/10	Défavorable

LEG

Capitalisation boursière : 4,7 Mds€
Patrimoine : 19 Mds €
Prix du logement : 1750€/m² (hors décote)
P/CF 2024^e : 10x
Décote sur ANR : 54%

* Actif net réévalué

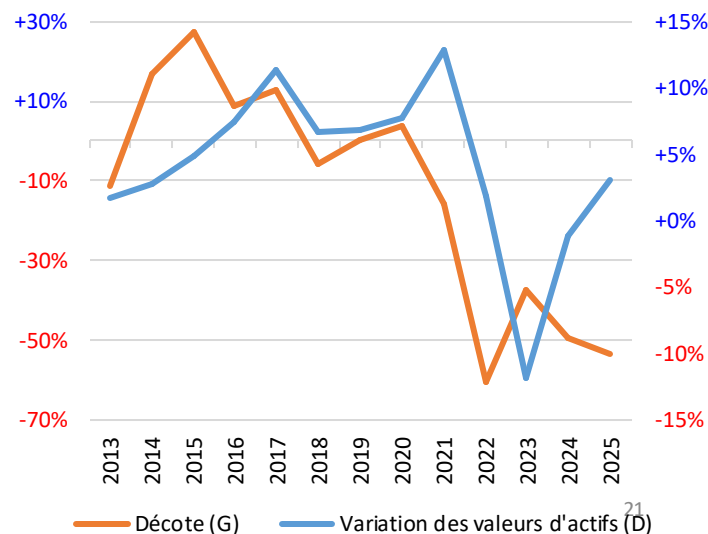
Explication de la sous-valorisation

- Les foncières cotées ont souffert en 2022 de la hausse des taux d'intérêt

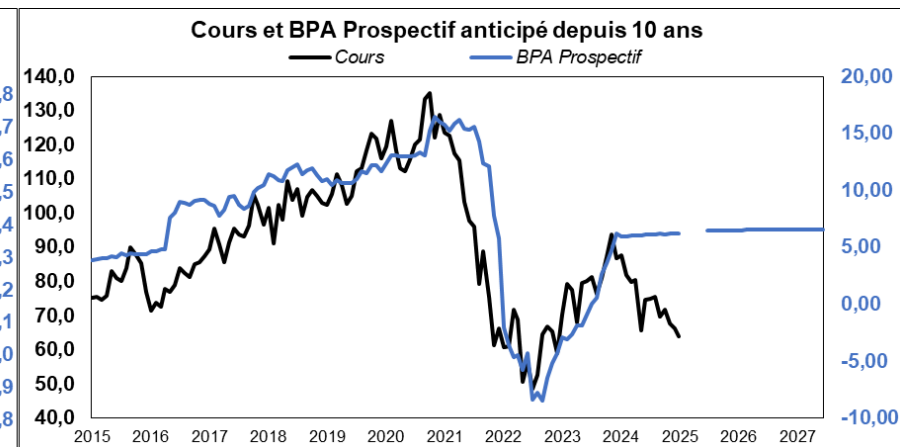
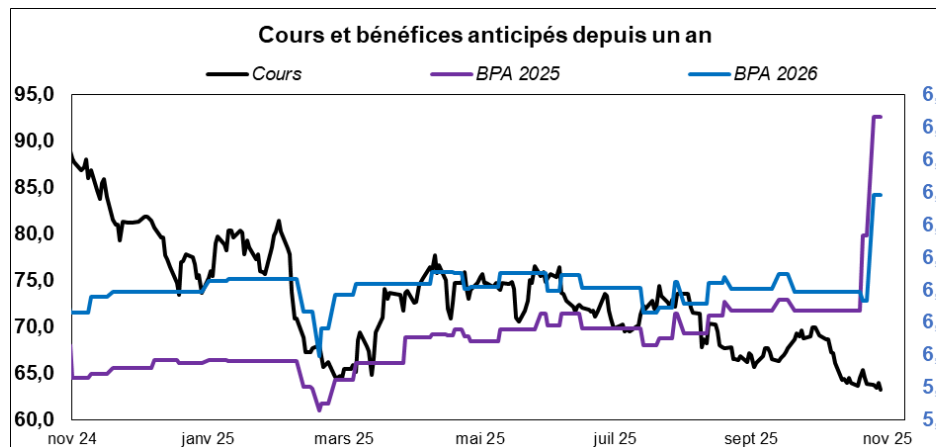
Les raisons d'un possible rattrapage

- Les valeurs d'actifs se sont depuis stabilisées au T4 2024 et ont même progressé au S1 2025, ce qui rend très protecteur ce niveau de décote de 50%
- La pérennité du résidentiel allemand (taux d'occupation proche de 100%) et la hausse des valeurs d'actifs rendent le cas d'investissement très solide.

Décote et variation des valeurs d'actifs



LEG Immobilien



Scores fondamentaux

Note fondamentale	C-	
Score croissance bénéfices	3/10	Défavorable
Score croissance ventes	5/10	Neutre
Score révision bénéfices	6/10	Favorable
Synthèse dynamique fondamentale	5/10	Neutre
Score de risque de marché	3/10	Défavorable
Score qualité	1/10	Défavorable
Score de valorisation	7/10	Favorable
Score de potentiel fondamental	5/10	Neutre

Ruptures: la position des gérants de portefeuille

Marc Favard
(Promepar
Asset Management)



PROMEPAR
ASSET MANAGEMENT

Les points clés de son analyse :

Il considère que la croissance de l'économie mondiale reste autour de 3%, et celle des bénéfices des entreprises entre 10 et 15%, ce qui justifie l'investissement en actions. Les thèmes de 2025 devraient continuer à être porteurs en 2026 : la défense sur repli, toujours les banques et les infrastructures de l'IA au sens de large. Il voit que le secteur pharmaceutique tente de se redresser, ce qui montre une bonne capacité du marché à réaliser des rotations sectorielles. Globalement, il faudra être plus tactique en 2026, ce qui n'est pas évident à mettre en œuvre... Les bancaires sont attractives parce qu'elles demeurent les courroies de transmission de la croissance, mais il faut à un moment savoir vendre ce qui a monté, ce qui est toujours difficile. Et la diversification géographique et sectorielle n'est plus que jamais d'actualité.

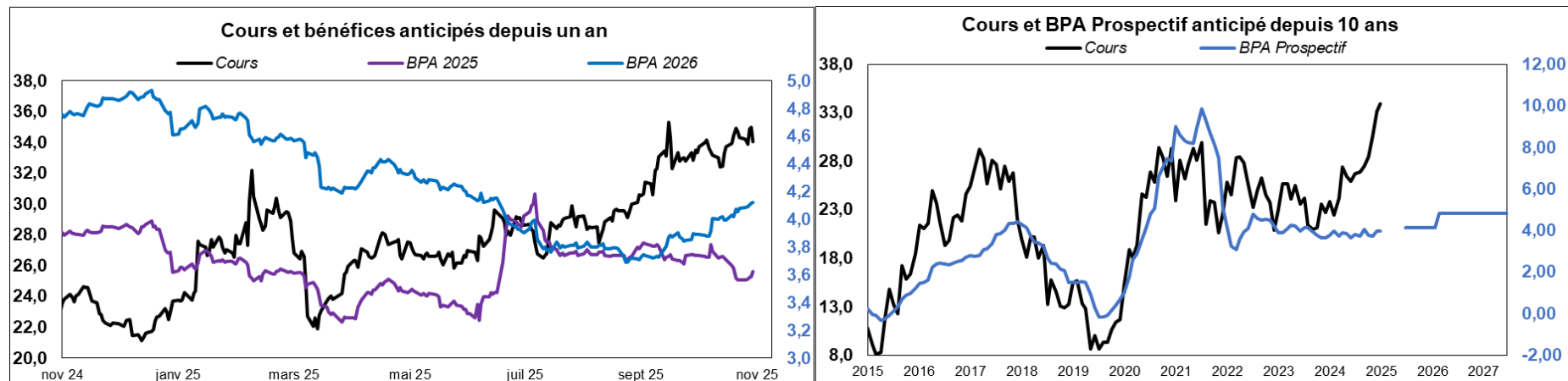
Ses 3 actions pour 2026

ASTRAZENECA : croissance soutenue des bénéfices avec un pipeline de médicaments très prometteur

ARCELOR MITTAL : la cyclique de choix pour la reprise des investissements en Europe avec des taxes sur l'acier chinois

AIA : une idée de diversification dans la distribution de produits d'épargne en Asie.

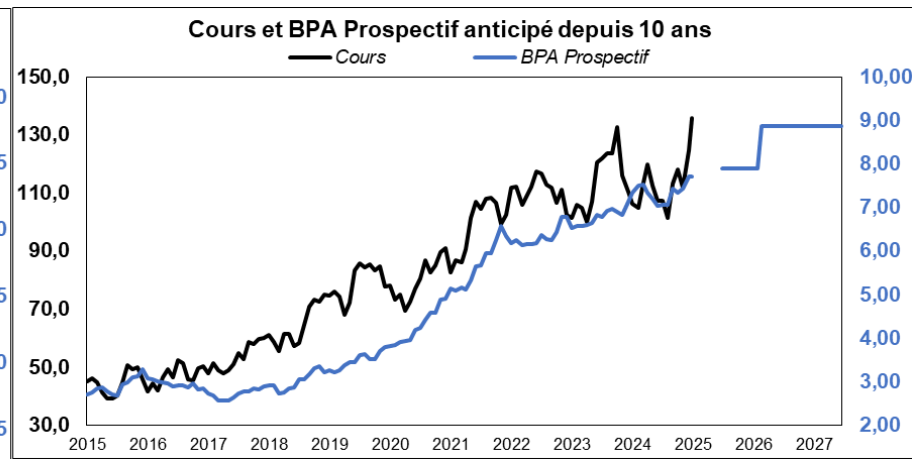
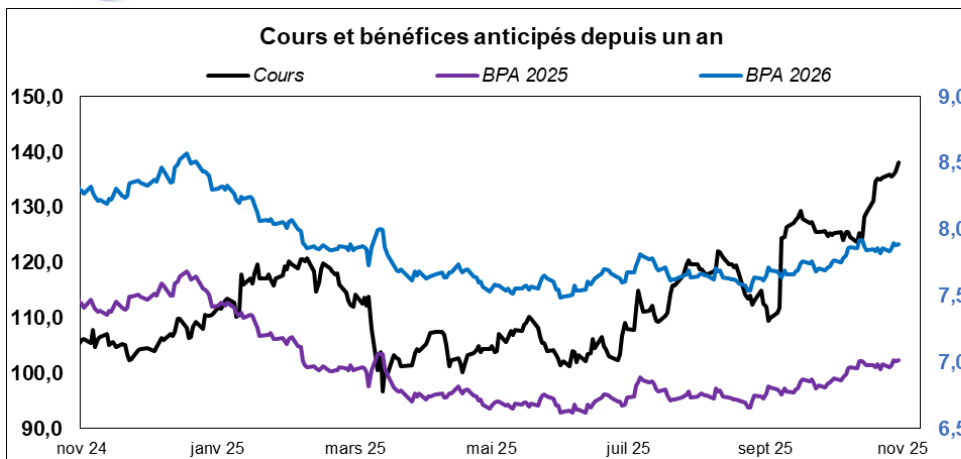
ARCELOR MITTAL



Scores fondamentaux

Note fondamentale	B++	
Score croissance bénéfices	7/10	Favorable
Score croissance ventes	1/10	Défavorable
Score révision bénéfices	8/10	Favorable
Synthèse dynamique fondamentale	8/10	Favorable
Score de risque de marché	8/10	Favorable
Score qualité	3/10	Défavorable
Score de valorisation	7/10	Favorable
Score de potentiel fondamental	7/10	Favorable

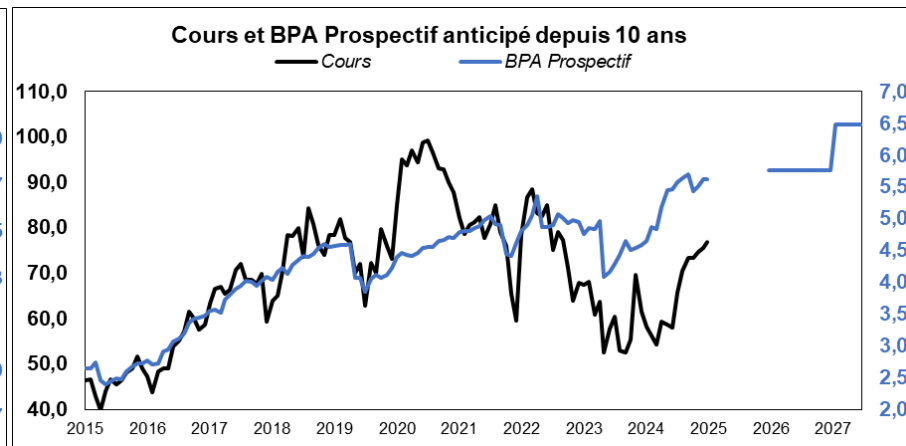
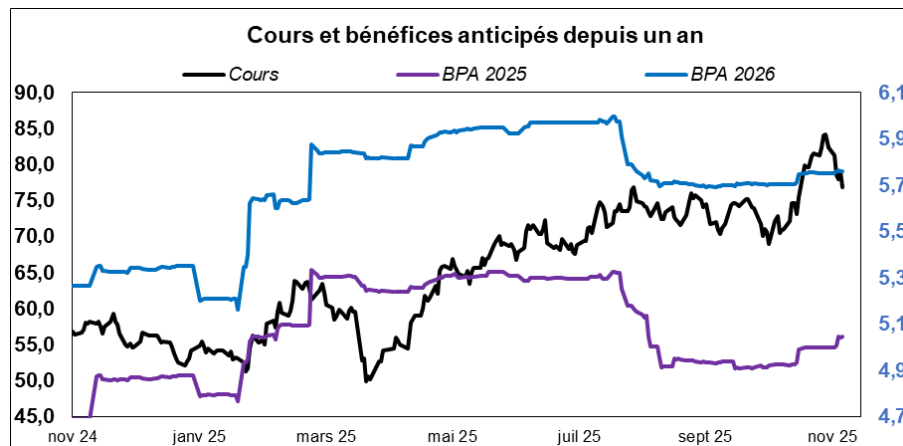
ASTRAZENECA



Scores fondamentaux

Note fondamentale	B+	
Score croissance bénéfices	6/10	Favorable
Score croissance ventes	5/10	Neutre
Score révision bénéfices	8/10	Favorable
Synthèse dynamique fondamentale	7/10	Favorable
Score de risque de marché	8/10	Favorable
Score qualité	8/10	Favorable
Score de valorisation	5/10	Neutre
Score de potentiel fondamental	6/10	Favorable

AIA



Scores fondamentaux

Note fondamentale	C+	
Score croissance bénéfices	7/10	Favorable
Score croissance ventes	8/10	Favorable
Score révision bénéfices	6/10	Favorable
Synthèse dynamique fondamentale	7/10	Favorable
Score de risque de marché	3/10	Défavorable
Score qualité	6/10	Favorable
Score de valorisation	5/10	Neutre
Score de potentiel fondamental	5/10	Neutre

Ruptures : la position des gérants de portefeuille



Eric Bleines
(Swiss Life
Banque Privée)



Les points clés de son analyse :

Les perspectives du marché lui semblent favorables car Wall Street manifestement adore M. Trump, qui fait tout pour améliorer la croissance et favoriser les profits des entreprises. La baisse des taux de la Fed est aussi un atout, malgré l'endettement public qui atteint des sommets et pourrait pousser à la hausse les taux obligataires. Il croit beaucoup au potentiel de la défense, puisque Swiss Life a lancé avec un bon succès un nouveau fonds sur le thème de la cyber sécurité et la défense. Il relève beaucoup de paradoxes dans les secteurs technologiques, avec par exemple la baisse des valeurs de logiciels comme Dassault Systèmes et de services informatiques comme CAPGEMINI.

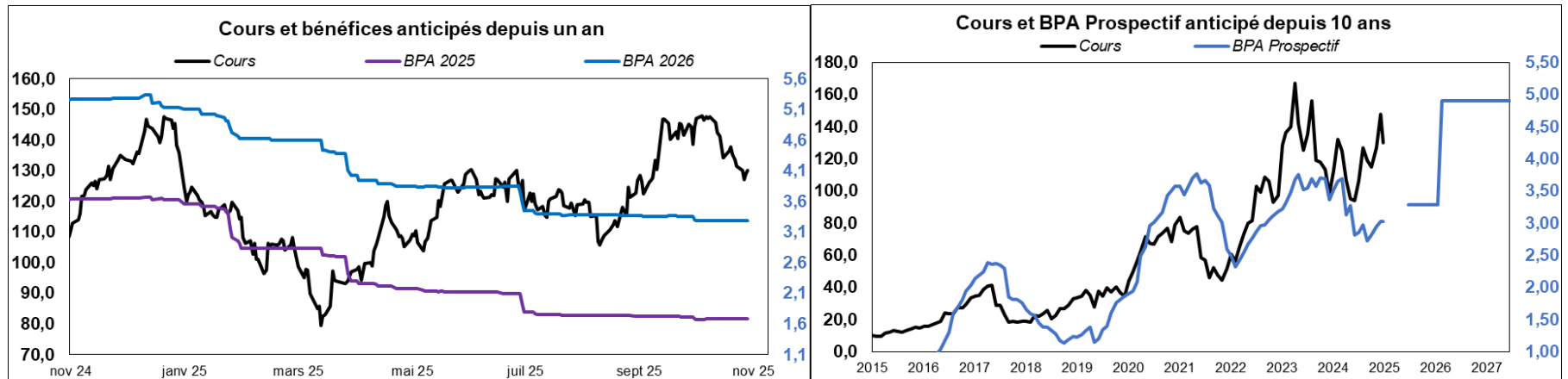
Ses 3 actions pour 2026

BESI : Cette société belge de semi conducteurs est bien positionnée
VUSION GROUP : société spécialisée dans les étiquettes électroniques dans les grandes surfaces, qui a passé un gigantesque contrat avec Wall Mart.

STELLANTIS : la restructuration en cours menée par un nouveau management devrait révéler une sous évaluation majeure



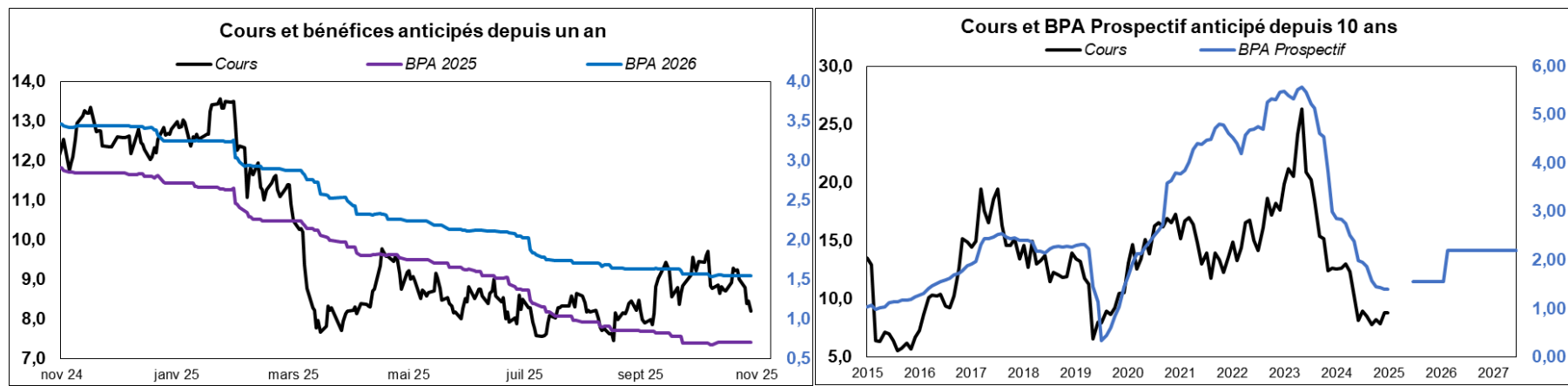
BESI – BE Semiconductor Industries



Scores fondamentaux

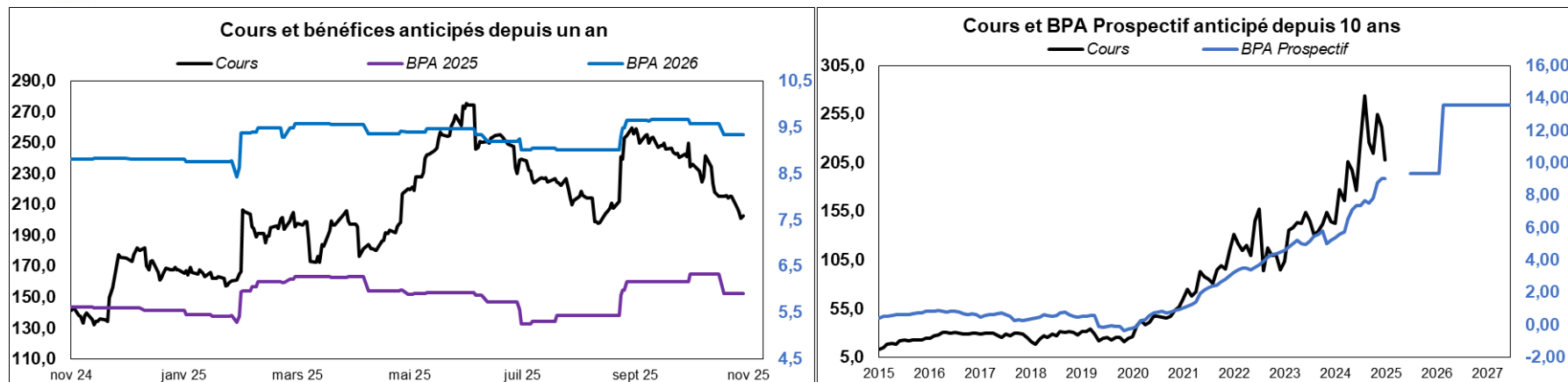
Note fondamentale	C+	
Score croissance bénéfices	9/10	Favorable
Score croissance ventes	9/10	Favorable
Score révision bénéfices	3/10	Défavorable
Synthèse dynamique fondamentale	6/10	Favorable
Score de risque de marché	9/10	Favorable
Score qualité	8/10	Favorable
Score de valorisation	1/10	Défavorable
Score de potentiel fondamental	5/10	Neutre

STELLANTIS



Scores fondamentaux		
Note fondamentale	D--	
Score croissance bénéfices	1/10	Défavorable
Score croissance ventes	2/10	Défavorable
Score révision bénéfices	4/10	Défavorable
Synthèse dynamique fondamentale	3/10	Défavorable
Score de risque de marché	6/10	Favorable
Score qualité	4/10	Défavorable
Score de valorisation	1/10	Défavorable
Score de potentiel fondamental	2/10	Défavorable

VUSION GROUP



Scores fondamentaux

Note fondamentale	B++	
Score croissance bénéfices	10/10	Favorable
Score croissance ventes	10/10	Favorable
Score révision bénéfices	5/10	Neutre
Synthèse dynamique fondamentale	8/10	Favorable
Score de risque de marché	10/10	Favorable
Score qualité	5/10	Neutre
Score de valorisation	2/10	Défavorable
Score de potentiel fondamental	6/10	Favorable

MERCI à nos partenaires

sans lesquels cet évènement n'aurait pas pu
être organisé

Sponsors



GESTION 21



Parrains





Le cocktail
déjeunatoire permet
de poursuivre le débat
et d'échanger entre
analystes et
investisseurs.





Contacts :

Eric Galiègue – Président

Tél 01 42 93 23 68

Mob 06 82 84 78 61

eric.galiegue@valquant.fr

e.galiegue@phi-advisor.com

Dominique Douay

Responsable de la coordination événementielle

L&D Communication

Mob 06 63 63 39 14

d.landedouay@ld-communication.fr