

# DNCA SRI EURO QUALITY

## Lettre de gestion | T1 2024

Achevé de rédiger le 19/04/2024

ARTICLE 8 SFDR

Données au 28/03/2024



REPUBLIQUE FRANÇAISE

COMMUNICATION PUBLICITAIRE - LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉSAGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES

### DNCA SRI Euro Quality, une sélection d'entreprises de qualité de la Zone Euro

DNCA SRI Euro Quality est géré selon une approche "Qualité Croissance Responsable" accompagné d'une discipline de valorisation. Les sociétés sont sélectionnées à la fois pour leurs qualités financières et extra financières. DNCA SRI Euro Quality est un fonds concentré et de convictions, labellisé ISR.

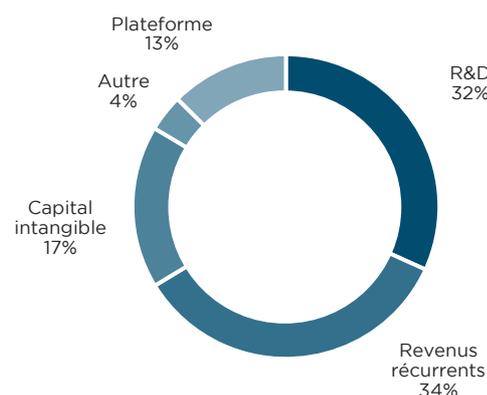
Au sein du fonds DNCA SRI Euro Quality, nous cherchons à sélectionner des entreprises de qualité responsable répondant à 4 critères d'investissement : la qualité du modèle économique, de l'équipe dirigeante, de la responsabilité d'entreprise et du bilan.

À travers l'analyse du modèle économique, nous sélectionnons des entreprises tournées vers l'innovation et bénéficiant de fortes barrières à l'entrée, de parts de marché élevées et d'un solide «pricing power<sup>(1)</sup>». La qualité du modèle économique apporte de la visibilité sur la croissance, qui selon nous est source de performance dans la durée.

Parmi les différents modèles économiques, 4 types de modèles de qualité se distinguent dans le portefeuille :

- des sociétés dont une part significative des revenus est récurrente.
- des sociétés bénéficiant d'un leadership technologique et investissant plus que leurs concurrents en Recherche & Développement afin de maintenir leur avance.
- des plateformes leaders qu'elles soient digitales ou logistiques qui ont réussi à construire une plateforme difficile à répliquer.
- des sociétés de consommation qui investissent dans leur marque - « capital intangible ».

### PORTFEUILLE PAR THÈME D'INVESTISSEMENT



Source : DNCA Finance au 31/03/2024.

### Quels sont les points clés à retenir ?

- Hausse de la part R de +7,6% sur le trimestre (MSCI EMU +10,2%).
- Encours de 2 475 millions € à fin mars.
- Volatilité de 17,6% sur 5 ans (MSCI EMU : 19,7%).
- Une gestion concentrée : le portefeuille comporte 40 positions en actions à fin mars.
- Une gestion de convictions : les 10 principales positions représentent 42,6% de l'actif à fin mars.

(1) Pricing power : Capacité de l'entreprise à fixer son prix sur son marché.

Source DNCA Finance et FactSet au 28/03/2024.

Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Valeurs en portefeuille au 28/03/2024.

Performance annualisées 5 ans (part RC EUR) : +8,82% contre +9,41% pour l'indicateur de référence (MSCI EMU NR EUR).

## Synthèse de la conjoncture influençant les décisions de gestion :

Le 1er trimestre 2024 a été à l'image de la fin d'année 2023, marqué par une solide performance des marchés actions mondiaux en raison d'une économie résiliente et d'une potentielle baisse de taux à venir pour la 2ème partie de l'année. En effet, l'économie américaine est restée robuste et l'économie Européenne a montré des signes de reprise. En Asie, si l'activité chinoise ne s'est pas franchement redressée, des signes de stabilisation se sont matérialisés.

Après une décélération rapide en 2023, l'inflation (mois après mois) a arrêté de baisser dans plusieurs grandes économies comme les Etats-Unis. La vigueur de la hausse des salaires et de l'inflation des services, ainsi que la forte hausse des taux de fret maritime, signifient que le nombre de baisses de taux devrait être réduit d'au moins de moitié par rapport aux anticipations de fin d'année dernière (3 contre 6 aux US).

Dans ce contexte et malgré la hausse du taux 10 ans américain de 3,88% fin décembre à 4,2% fin mars, les marchés actions européens enregistrent une hausse de 7% sur le trimestre.

Au niveau sectoriel, au sein du MSCI EMU, les secteurs cycliques tels que la technologie, les financières, les biens d'équipements et la consommation cyclique (luxe et auto) ont tiré la performance de l'indice, alors que les secteurs défensifs tels que les utilities, l'immobilier, la consommation, les télécoms et la santé ont pesé sur l'indice.

## Décisions prises durant la période

Entrées de SAP, Safran et Deutsche Telekom et sortie de Ferrari et Iberdrola.

Renforcements : Adyen, Edenred, DHL, Siemens Healthineers, Sartorius Stedim, Bureau Veritas, Amadeus.

Allègements : Cap Gemini, Dassault Systèmes, Air Liquide, Siemens, Michelin, Total, EssilorLuxottica, LVMH. Ces ventes sont globalement des prises de bénéfices fondées sur notre discipline de valorisation.

Concernant les achats, la saison des résultats annuels fut pour nous l'opportunité de valider le retour d'Adyen sur une trajectoire de croissance du chiffre d'affaires supérieure à 20% et que les résultats du 2<sup>ème</sup> trimestre 2023 était bien un accident lié à l'agressivité ruineuse et donc temporaire de Braintree, la filiale de PayPal.

Nous avons décidé de commencer à construire une position en Safran, compte tenu d'un niveau de croissance élevé et visible au-delà de la normalisation du trafic aérien. Ceci s'explique par le modèle économique des motoristes fondé sur des revenus récurrents dont la croissance est liée au nombre de moteurs CFM et LEAP en opération

ainsi que l'augmentation du nombre d'heures de vol du fait des contraintes de production de Boeing et Airbus pour livrer de nouveaux avions.

Concernant les ventes, nous avons vendu notre position en Ferrari. Malgré la qualité du modèle économique, la force de la marque et les listes d'attente de clients attendant d'obtenir le droit d'acheter une voiture d'exception, l'épuisement de notre potentiel de revalorisation nous a conduit à sortir le titre du portefeuille.

## Focus valeur : SAP

Nous surveillons la société depuis plus d'un an et cette publication a fini de nous convaincre du potentiel d'accélération durable de la croissance, d'amélioration de la marge et de la génération de cash flows. Le changement de gouvernance en cours (départ à venir du chairman et fondateur Hasso Plattner en mai 2024, nomination d'un seul CEO Christian Klein en 2020) fut pour nous le premier signal positif attirant notre attention.

L'arrivée de Dominik Asam en provenance d'Airbus, en 2023 fut pour nous un deuxième signal positif vers une meilleure discipline financière ainsi qu'une amélioration de la qualité des pratiques comptables.

Les résultats annuels et les perspectives annoncées par la nouvelle équipe dirigeante ont fini de nous convaincre que la période de transition du groupe marquée par une croissance moyenne de 3% sur les 4 dernières années était bien terminée.

Il reste 60% de la base installée des clients à potentiellement passer sur leur plateforme ERP de dernière génération S4/Hana avant l'arrêt du support pour l'ancienne génération SAP ECC en 2027. Ce réservoir de croissance va permettre au groupe de croître à plus de 10% sur les 3-4 prochaines années.

Par ailleurs, la nouvelle doctrine financière du groupe allemand devrait permettre de passer d'une génération de Free-Cash-Flow de 5Mde en moyenne sur les 3 dernières années à 8Mde en 2025 et 9Mde en 2026.

Le titre est entré directement dans notre top 10 à fin mars.

## Explication de la performance T1 2024

Sur le trimestre, DNCA SRI Euro Quality affiche une hausse de +7,6% (MSCI EMU DNR +10,2%).

Parmi nos principaux modèles économiques, les sociétés dont la stratégie est fondée sur l'innovation (ASML, Thalès, Schneider), et les sociétés financières (KBC) ont soutenu la performance alors que les plateformes (Edenred, Amadeus, DHL) ont pesé sur la performance.

Par ailleurs, les sociétés aux revenus récurrents ont eu des performances contrastées : Inwit, Dassault Systèmes ont souffert alors que Wolters Kluwer,

Bureau Veritas ont surperformé le marché.

Il en est de même pour les sociétés à capital intangible : les sociétés de luxe telles que Hermès, LVMH et Ferrari ont porté la performance alors que les sociétés moins haut de gamme comme Puma, Pernod et L'Oréal ont eu des performances négatives.

## Principaux contributeurs

### Principales contributions positives :

ASML	+ 2,21%
EssilorLuxottica	+ 0,9%
Thalès	+ 0,6%

### Principales contributions négatives :

Puma	- 0.36%
STMicroelectronics	- 0.33%
Inwit	- 0.32%

Parmi les principaux contributeurs, ASML, la première position du portefeuille, continue de bénéficier de l'engouement pour l'intelligence artificielle qui se traduit par une accélération des investissements dans les datacenters. Par ailleurs, le marché des mémoires donne des signaux de reprise. Enfin, la roadmap technologique des clients d'ASML leur demande de commander des machines dès le premier semestre afin de pouvoir être livrés en 2025. La croissance potentielle des deux prochaines années semble avoir une probabilité élevée de surpasser les attentes du marché. EssilorLuxottica continue d'investir pour s'intégrer verticalement et innover à travers le lancement de leur nouveau verre photochromique Transition Gen S, le déploiement mondial de leur dispositif de gestion de la myopie Stellest ainsi que le lancement à venir de Nuance Audio (aide auditive embarquée dans une paire de lunettes). Le marché semble saluer le fait que le leader de l'industrie optique devrait continuer de générer une croissance au-delà de l'objectif du plan à moyen terme de 5% par an jusqu'en 2026. Concernant Thalès, les résultats annuels ont montré une forte hausse des commandes au 4ème trimestre, une amélioration des marges et une forte génération de cash flows. Les perspectives de croissance sont solides et visibles, que ce soit dans la défense dans un contexte géopolitique durablement plus compliqué, dans l'aéronautique qui continue sa reprise et dans la sécurité digitale qui bénéficie

d'une demande structurellement élevée. Enfin, la valorisation reste raisonnable à la fois en multiple de résultats, en relatif au secteur industriel ou en rendement du free cash-flow.

Parmi les contributeurs négatifs, Inwit pâtit de la hausse des taux dans un contexte de marché des télécoms italiens en recomposition. Le management a adapté sa stratégie pour faire face à cette nouvelle réalité alors que la valorisation devient selon nous très attractive, le titre offrant plus de 5% de rendement en croissance de 7,5% par an ainsi qu'un rachat d'actions de 3%. STMicroelectronics a continué de montrer des signaux de faiblesse dans les activités industrielle et automobile. Le 2<sup>ème</sup> trimestre devrait constituer le point bas du cycle. Enfin, Puma à l'image de l'ensemble du secteur des biens d'équipement sportifs souffre du destockage en cours et d'un manque d'appétit de la part des consommateurs. Cette situation reste temporaire à nos yeux et la valorisation ressort particulièrement attractive sur une base historique.

## Perspectives

La valorisation globale des sociétés en portefeuille s'est appréciée au cours du trimestre. Néanmoins, la valorisation des valeurs européennes de notre univers reste décotée face à leurs pairs américains alors que les marges et les returns n'ont pas à souffrir la comparaison.

Après une période où les rachats d'actions surpassaient les introductions en bourse, le retour des mises sur le marché n'est pour le moment pas un risque mais plutôt un symbole du sentiment plus optimiste des marchés. Nous surveillerons la capacité du marché à absorber cet afflux de papier. Le M&A pourrait également jouer un rôle important cette année dans la formation des prix des actifs.

Enfin, les valeurs de moyenne capitalisation montrent actuellement une valorisation particulièrement attractive relativement aux grandes capitalisations. 15% du portefeuille est investi sur des valeurs moyennes (capitalisation <12MdE) dont la qualité du modèle économique et de l'équipe dirigeante est élevée à nos yeux.



A fin mars, notre position en liquidités se situe autour de 1,5%. Nous sommes convaincus que la focalisation de DNCA SRI Euro Quality sur les sociétés de qualité couplée à notre discipline de valorisation continue de constituer une stratégie d'investissement particulièrement adaptée dans le contexte de marché actuel.

## Top 10 du fonds DNCA SRI Euro Quality

ASML	7.6%
Essilor Luxottica	5.6%
Siemens Healthineers	4.4%
SAP	4.2%
LVMH	4.0%
Thales	3.6%
Air Liquide	3.4%
Vinci	3.3%
Inwit	3.3%
Sanofi	3.2%

Dassault Systèmes laisse sa place dans notre top 10 à SAP qui fait son entrée ce trimestre.

**Retrouvez en détail les caractéristiques du fonds sur notre site internet [www.dnca-investments.com](http://www.dnca-investments.com)**

## DNCA Finance

19 place Vendôme – 75001 Paris  
Tél. : +33 (0)1 58 62 55 00  
Contact : dnca@dnca-investments.com

Société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP 00-030 en date du 18 août 2000

Conseiller en investissement financier non indépendant au sens de la Directive MIFID II

(DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance)

[www.dnca-investments.com](http://www.dnca-investments.com)



L'objectif de l'OPCVM, un fonds ISR, est d'obtenir, sur sa durée minimale de placement recommandée de cinq (5) ans, une performance supérieure à celle de l'indice MSCI EMU (libellé en euro) dividendes nets réinvestis (DNR). Les sociétés sont choisies selon une démarche ISR dans la zone euro pour la qualité de leurs fondamentaux économiques et pour la qualité de leur responsabilité d'entreprise à travers l'intégration systématique dans l'analyse des critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance (ESG). L'indice MSCI EMU est un indice large, représentatif des places boursières de la Zone euro. Il inclut les dividendes nets réinvestis.

Les positions évoquées sont celles de l'équipe de gestion et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

L'investissement sur les marchés financiers comporte des risques, et notamment les suivants :

### • Risque de perte de capital

- Risque actions: en cas de baisse des marchés actions, la valeur liquidative du fonds peut diminuer
- Risque de gestion discrétionnaire: il existe un risque que le compartiment n'investisse pas à tout moment dans les actions ou les fonds les plus rentables. La performance du compartiment peut donc ne pas atteindre ses objectifs de gestion des investissements.
- Risque de taux d'intérêt: le risque de taux d'intérêt peut entraîner une baisse de la valeur liquidative si les taux varient.
- Risque de crédit: le risque de crédit correspond au risque qu'un émetteur ne soit pas en mesure d'honorer ses engagements.
- Risque lié à l'investissement dans des instruments dérivés ainsi que des instruments intégrant des dérivés: l'utilisation de produits dérivés peut réduire temporairement toute variation brusque de la VNI du compartiment s'il est exposé à la tendance de marché inverse
- Risque de contrepartie: il résulte d'opérations de gré à gré (contrats à terme, opérations de mise en pension ou de prise en pension et contrats d'options) souscrites par la même contrepartie. La faillite de la contrepartie ou une dégradation de la solvabilité de la contrepartie peut entraîner une diminution de la valeur liquidative.
- Risque ESG: Les Compartiments qui souhaitent poursuivre une politique ESG utiliseront certains critères ESG dans leurs stratégies d'investissement, tels que déterminés par leur entité respective en charge de l'analyse ESG et tels qu'énoncés dans leurs politiques d'investissement respectives.

Risque des petites et moyennes capitalisations : il se caractérise par deux risques principaux : D'une part : un risque de liquidité sur les titres du fait de la faible profondeur de marché lié à la faible capitalisation de ces sociétés. De fait, les achats/ventes peuvent ne pas être réalisés au meilleur prix dans les délais habituels. D'autre part : les obligations de communications financières peuvent être moins nombreuses pour les sociétés de petites et moyennes capitalisations que pour les sociétés de grandes capitalisations. Ceci peut avoir un impact sur les analyses menées sur ces titres. La réalisation de ces risques peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

Risque pris par rapport à l'indicateur de référence : Il s'agit du risque de déviation de la performance du FCP par rapport à celle de son indicateur de référence : dans la mesure où le gérant recherche de la surperformance par rapport à l'indicateur de référence, la valeur liquidative du FCP peut s'éloigner sensiblement de la performance de l'indicateur de référence. Le risque pris par rapport à l'indicateur de référence est suivi grâce à une mesure de risque relative appelée la « Tracking error » calculée ex ante.

### Profil de risque :



Avertissement : Les valeurs mentionnées dans cette analyse sont citées à titre d'exemple. Ces valeurs peuvent être présentes au sein du fonds à la date de rédaction de ce document. La situation peut évoluer dans le temps. Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par DNCA FINANCE. DNCA Finance peut recevoir ou payer une rémunération ou une rétrocession en relation avec l'OPC. Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. L'accès aux produits et services présentés peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le traitement fiscal dépend de la situation de chacun. Le DICI doit être remis au souscripteur préalablement à chaque souscription. Pour une information complète sur les orientations stratégiques et l'ensemble des frais, nous vous remercions de prendre connaissance du prospectus, des DICI et des autres informations réglementaires accessibles sur notre site [www.dnca-investments.com](http://www.dnca-investments.com) ou gratuitement sur simple demande au siège de la société de gestion.

Les caractéristiques du fonds sont disponibles sur [dnca-investments.com](http://dnca-investments.com)