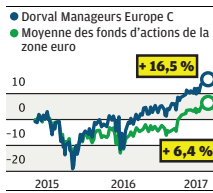


PLACEMENTS

DORVAL MANAGEURS EUROPE

Optimisme de mise sur l'Europe

Classé meilleur fonds d'actions européennes sur 5 ans, Dorval Managers Europe a reçu d'importantes souscriptions qui ont permis la constitution ou le renforcement de trois lignes : Siemens et Nexans pour miser sur la reprise de la conjoncture sur le Vieux Continent ; le fabricant de bijoux fantaisie danois Pandora, modérément valorisé avec un PER estimé à 14 fois pour 2017 et à 12 fois pour 2018, pour un taux de croissance bénéficiaire de respectivement 14 et 16 %. En



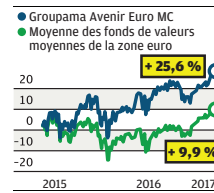
outre, le taux de rendement s'élève à 3,9 %. En revanche, Haulotte, dont les résultats ont été déçus, et Tarkett, à son prix après la hausse du début de l'année,

ont été vendus. Pour ces prochains mois, le gérant, Stéphane Furet, se montre optimiste pour deux raisons. Selon lui, la croissance économique sera cette année de 2 % en Europe, et non de 1,5 % comme attendu. Ensuite, la possibilité d'une élection de Marine Le Pen, à laquelle il ne croit pas, a pour conséquence une décote injustifiée de 25 % des actions européennes par rapport aux américaines. Après l'élection présidentielle française, un rally haussier de 10 % est donc possible.

GROUPAMA AVENIR EURO

Des publications saluées

Après la déception de la fin de l'année dernière due à un arbitrage en faveur des cycliques et des financières, Groupama Avenir Euro a bien progressé, surtout en février. Les valeurs italiennes (20 % de l'encours) ont été favorisées. Le fonds profite également toujours des périodes de publication des résultats en raison des belles performances opérationnelles dont font état beaucoup de sociétés en portefeuille. Par exemple, la société belge Melexis, qui fabrique des capteurs



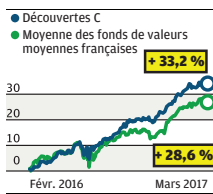
programmables pour effectuer des mesures dans les voitures, a gagné 27 % depuis le début de l'année grâce à une croissance organique de 14 % en 2016 et à une

hausse de 23 % du bénéfice opérationnel. Pour sa part, Carl Zeiss Meditec, société allemande spécialisée dans la fabrication de produits pour la chirurgie ophtalmique, s'est appréciée de 18 % en raison de l'annonce d'une progression de 13 % de son bénéfice d'exploitation. Le gérant, Cyrille Carrière, a soldé sa ligne Kukla, avec un cours multiplié par 7, à la suite de la finalisation de son rachat par le chinois Midea. En contrepartie, il a renforcé de nombreuses lignes en portefeuille telles que Teleperformance.

DÉCOUVERTES

Primé par Morningstar

Jean-François Delcaille a constitué, en janvier, une ligne Ipsos sur la base d'un cours de 30,50 € pour miser sur une hausse des marges et sur le caractère spéculatif du titre. Il a également acheté du Solocal à 2,50 € afin d'exercer des droits de souscription. Selon lui, le risque est devenu asymétrique sur un titre délaissé. En effet, les marges sont pérennes dans les activités numériques. Le ratio valeur d'entreprise/Ebitda de seulement 4,2 fois, contre une moyenne his-



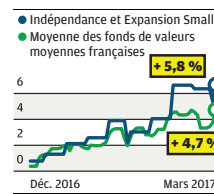
torique de 6 fois, semble attrayant. Ce gérant confirmé a aussi renforcé Guerbet, SES-Imagotag et Gérard Perrier. En sens inverse, il a

soldé HighCo et Visiati, en raison d'une croissance organique jugée trop faible au quatrième trimestre. PCAS, qui va connaître une année de transition en 2017, et Wessanen, leader européen néerlandais des produits biologiques, trop cher. Il a aussi pris des bénéfices sur deux lignes qui ont bien monté, Esker et Direct Energie. Notons, pour conclure, l'excellence de ce fonds qui vient de recevoir le prix Morningstar Awards France pour 2017 dans la catégorie des petites et moyennes valeurs françaises.

INDÉPENDANCE ET EXPANSION

Un pari spéculatif sur Solocal Group

William Higgins, le gérant, a profité de cours relativement élevés pour vendre sa position sur Wavestone, valorisée sur la base d'un PER de 20 fois, et prendre des bénéfices sur Devoteam, dont le plan 2020 a été bien perçu. En revanche, dans ce même secteur des SSII, il a acheté du Sopra jusqu'à 110 € en raison d'une valorisation raisonnable, avec un PER estimé à 15 fois pour 2017. Le second achat de ce début d'année a été un pari spéculatif à hauteur de



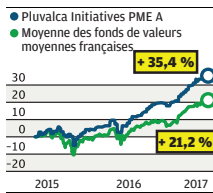
1,5 % du portefeuille, avec l'exercice de droits sur Solocal Group. Une fois la baisse de l'activité papier achevée, on peut espérer

un retour à la croissance et un statut de valeur Internet. Grâce à la baisse des frais financiers due à un endettement net réduit à 400 millions d'euros, le bénéfice devrait se stabiliser cette année et offrir un ratio de capitalisation de 9,5 fois sur la base du prix de souscription de 1 €. Enfin, ce gérant émérite a sensiblement allégé la ligne Ipsos, car la hausse de la marge brute observée l'an dernier a été intégralement reperdue en distribution de bonus pour les salariés.

PLUVALCA INITIATIVES PME

Fermeture du fonds à la souscription

Le 27 janvier, le fonds a été fermé aux nouvelles souscriptions, car il a atteint le maximum prévu de 40.000 parts. Une réouverture est prévue lorsque ce nombre aura significativement baissé (entre 30.000 et 35.000). Fin février, il est revenu à 38.000 parts. Depuis le début de l'année, la ligne SES-Imagotag a été soldée vers 33-34 €, avec un gain d'environ 200 %, car la valorisation devenait trop élevée. En revanche, le gérant, Sébastien Lalevée, a renforcé Lectra, car le carnet de commandes comme le cycle de renouvellement à venir des machines lui inspirent confiance. Il a également complété ses lignes Micropole pour jouer le redressement des marges, Jacquet Metal,

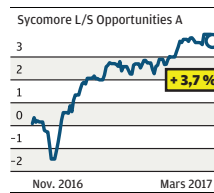


valorisé seulement, selon le consensus, à un rapport cours/bénéfice estimé à 12 fois pour 2018. Maisons du Monde pour miser sur la poursuite du développement du réseau de magasins, NRJ pour profiter de la décote de ses actifs dans un secteur en consolidation et Ubisoft pour anticiper un effet de levier sur les marges de la stratégie numérique.

SYCOMORE L/S OPPORTUNITIES

Les valeurs de croissance avant tout

Le gérant, Gilles Sitbon, a démarré l'année de façon prudente, avec une exposition nette aux actions de 43 %, contre une moyenne historique légèrement supérieure à 50 %. Il a pris ses bénéfices sur les banques après le beau rebond enregistré. Inversement, il a acheté des valeurs de croissance, pénalisées par la rotation sectorielle en faveur des cycliques. Des lignes ont été constituées dans les sociétés allemandes Qiagen (diagnostic médical) et Wirecard (moyens de paiement), dans la foncière néerlandaise Interxion, dans Worldline, dans Eiffage, qui profiterait d'une accélération du plan du Grand Paris, et dans la société hôtelière espagnole NH Hoteles. Cette dernière est une

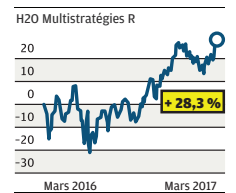


situation spéciale, car le groupe chinois HNA détient 30 % du capital alors qu'il contrôle la majorité du groupe suédois Rezidor. Une fusion, source de synergies, est donc possible. Avec ces achats, le taux d'exposition nette est remonté à 48 %. Mais le manque de visibilité sur l'environnement global incite à une certaine retenue.

H2O MULTISTRATÉGIES

Un accent mis sur les titres européens

H2O Multistratégies a pâti en janvier de prises de bénéfices sur les stratégies mises en place l'an dernier (achat de banques européennes, pari sur la hausse des taux) et couronnées de succès au second semestre de 2016. Des bénéfices partiels avaient toutefois été pris. La baisse du dollar face à des devises émergentes a également pesé, avant que le fonds ne repasse en positif début mars. Pour ces prochains mois, Vincent Chailley, le gérant, va garder une attitude prudente sur les actions américaines, très chères. Il se protège aussi contre une hausse des taux outre-Atlantique. En revanche, il estime qu'il existe des opportunités sur les actions européennes, pénalisées par les risques

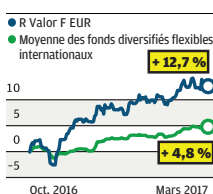


politiques. Or la probabilité que la France sorte de la zone euro est d'autant plus faible que, outre une élection de Marine Le Pen, il faudrait que cette dernière dispose d'une majorité au Parlement. Vincent Chailley compte acheter des banques et des valeurs domestiques cycliques. Certaines obligations européennes ont également retrouvé un peu de valeur.

R VALOR F

Constitution d'une position aurifère

En raison d'un marché américain bien valorisé à court terme et d'une atmosphère un peu trop optimiste à ses yeux, Yoann Ignatiaw a réduit à 75 % - soit le taux le plus bas depuis 3 ans - l'exposition nette aux actions en cédant le cimentier chinois Anhui Conch, en allégeant Apple et en couvrant le portefeuille à hauteur de 9 % par le biais de futures sur le Standard & Poor's 500. Enfin, toutes les souscriptions reçues n'ont pas été investies.



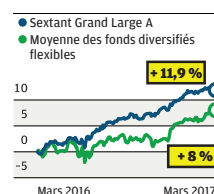
Pour la première fois depuis 2012, ce gérant confirmé a aussi consacré 5 % du portefeuille à deux mines d'or (la canadienne Gold-

corp et Randgold Resources, qui possède des mines au Mali et en Côte d'Ivoire). Grâce au recul des coûts de production, les marges des minières ont été renforcées alors que la future baisse significative des ressources aurifères aura un effet positif sur les prix de l'or. Autre preuve du positionnement un peu plus défensif du fonds, la proportion des pharmaceutiques est passée de 7 à 11 %. Preuve de la qualité du fonds, R Valor F vient de recevoir le prix Lipper du meilleur fonds diversifié flexible sur 3 ans.

SEXTANT GRAND LARGE

Un investissement net au plus bas

L'exposition nette du fonds aux actions est passée depuis la fin de l'an dernier de 35,8 à 31,5 %, soit le niveau le plus bas observé depuis la mise en place de la stratégie fondée sur les valorisations. Bien que le modèle donne un point d'équilibre de 35 %, l'excès d'optimisme dans le marché incite Julien Lepage à faire preuve de prudence sur ce fonds géré de façon patrimoniale. Avec des couvertures de 16,8 % sur le Cac 40 et le Standard & Poor's 500, l'exposition brute aux



actions est de 48,3 %, avec un accent mis sur la France (35 % de la partie investie), le Japon (12 %), la Chine (7 %), la Corée (7 %) et Wall

Street (6 %). Le solde est constitué de liquidités et de quasi-liquidités (33,7 %) et d'obligations (18 %, dont surtout du haut rendement de courte durée de vie). Les souscriptions reçues ont été investies dans Zodiac, pour jouer une décote proche de 10 % sur le cours d'OPA, dans des actions japonaises, le Kabuto Cho étant un marché très sous-évalué, et dans trois gestionnaires d'actifs : Amundi, l'américain Franklin Resources et le britannique Jupiter AM. En effet, les valorisations sont basses.