



DEUXIEME TRIMESTRE 2020

Ce deuxième trimestre 2020 marque le déconfinement de la quasi-totalité des économies. Même si nous observons des signes d'amélioration de la croissance économique dans beaucoup de pays, de nombreux risques subsistent. Le risque d'une deuxième vague de la pandémie ne peut être exclu car plusieurs pays qui se sont réouverts ont vu le nombre de cas augmenter à nouveau.

Le rebond de l'activité semble être graduel. La reprise économique en Asie a été inégale et lente.

Les principaux indices terminent ce semestre 2020 dans le rouge : le CAC 40 (-16,54% dividendes réinvestis) et ce en dépit des hausses observées depuis le 31 mars.

Face aux difficultés auxquels les Etats vont être confrontés pour les trimestres à venir : secteurs en grande difficulté (aéronautique, automobile, tourisme), chômage conjoncturel et structurel, l'Europe et les Etats-Unis ont décidé de procéder à de fortes relances budgétaires :

Aux Etats-Unis, en distribuant directement des revenus aux ménages (chèque de 1200\$ + 500\$ par enfant) ainsi qu'au travers d'un plan de relance actuellement discuté de 1000Mds\$. En Europe, les 27 ont quant à eux approuvé un plan de relance économique commun de 750Mds€.

Dans ce contexte, nous avons fait le choix de sélectionner des titres plus résilients face à l'incertitude actuelle (Microsoft, Air Liquide) ou des titres qui nous semblent beaucoup trop décotés par rapport à leur valeur fondamentale.

Performances des différents marchés

	31/12/2019	31/01/2020	28/02/2020	30/03/2020	30/04/2020	29/05/2020	30/06/2020
CAC 40	5 978	5 806	5 310	4 379	4 572	4 695	4 936
Variation		↓ -2,87%	↓ -11,18%	↓ -26,76%	↓ -23,52%	↓ -21,46%	↓ -17,43%
OAT	0,12%	-0,18%	-0,29%	-0,05%	-0,11%	-0,08%	0,12%
Variation		↑ 253,91%	↑ 353,04%	↑ 145,22%	↑ 198,26%	↑ 168,70%	↑ 0,00%
High Yield Europe	203,69	203,84	199,73	171,67	183,91	189,19	192,68
Variation		↑ 0,07%	↓ -1,94%	↓ -15,72%	↓ -9,71%	↓ -7,12%	↓ -5,40%
EUR/USD	1,1213	1,1093	1,1026	1,1048	1,0955	1,1101	1,1234
Variation		↓ -1,07%	↓ -1,67%	↓ -1,47%	↓ -2,30%	↓ -1,00%	↑ 0,19%
WTI	61,06	51,56	44,76	20,09	18,84	35,49	39,27
Variation		↓ -15,56%	↓ -26,70%	↓ -67,10%	↓ -69,15%	↓ -41,88%	↓ -35,69%
S&P 500	3 231	3 226	2 954	2 627	2 912	3 044	3 100
Variation		↓ -0,16%	↓ -8,56%	↓ -18,70%	↓ -9,85%	↓ -5,77%	↓ -4,04%
NIKKEI 225	23 657	23 205	21 143	19 085	20 194	21 878	23 657
Variation		↓ -1,91%	↓ -10,63%	↓ -19,33%	↓ -14,64%	↓ -7,52%	↑ 0,00%
SHANGAI	3 040	2 977	3 091	2 747	2 860	2 852	2 985
Variation		↓ -2,09%	↑ 1,67%	↓ -9,63%	↓ -5,92%	↓ -6,17%	↓ -1,82%
MSCI World	2 358	2 342	2 141	1 870	2 053	2 148	2 202
Variation		↓ -0,68%	↓ -9,22%	↓ -20,69%	↓ -12,96%	↓ -8,93%	↓ -6,64%
OR	1 535	1 594	1 572	1 644	1 701	1 752	1 801
Variation		↑ 3,82%	↑ 2,39%	↑ 7,06%	↑ 10,81%	↑ 14,11%	↑ 17,29%

Performances de nos Fonds

	2020	Annualisée sur les cinq dernières années
ÆSOPE Actions Françaises	- 9.00%	+ 4.72%
ÆSOPE Equilibre	- 9.47%	- 0.62%

La gestion du Fonds ÆSOPE Actions Françaises

Rappel chronologique :

Au T2, le CAC 40 dividendes nets réinvestis a touché son plus bas le 03/04/20 et a ensuite entamé une phase de progression quasiment tout le long du mois. Bien que les économies demeurent confinées, la meilleure maîtrise de la pandémie et l'ampleur inédite des plans de relance des Banques Centrales et des Etats ont encouragé les investisseurs qui se sont notamment rués sur les valeurs technologiques, reléguant au second plan les préoccupations sur les impacts économiques et sociaux. L'effondrement des cours du pétrole à 10\$ a toutefois fortement marqué les esprits.

En mai, le CAC 40 a surtout progressé vers la fin du mois grâce au déconfinement et aux nouvelles mesures exceptionnelles mises en place par les principales économies : plan de relance de 2000Mds€ au Japon, (soit 40% du PIB de la 3^e économie mondiale !) intervention de la BCE pour 1600 Mds€ et de la FED.

La tendance s'est poursuivie début juin avec un pic à 5200 points pour le CAC 40 le 5 juin qui n'a pas été revu depuis. Les investisseurs ont en effet retrouvé un certain optimisme, rassurés notamment par les 2,5millions d'emplois créés aux Etats-Unis annoncés le 02/06/20. Les mauvaises nouvelles sanitaires et les tensions croissantes Chine/US n'ont plus d'impact et le rebond des marchés est notable sur les thématiques qui suscitent un engouement, l'Environnement, le Digital, et la Santé.

Le mois de juin a commencé en forte hausse alors que le consensus était à la hausse du chômage. Il a oscillé entre hausse et baisse du marché : d'une part les statistiques économiques continuaient de s'améliorer (hausse de la consommation, augmentation de l'activité) mais l'absence de réaction suffisante aux USA face à la pandémie compliquait la donne. De plus, des signaux de seconde vague dans certaines régions du monde comme la Chine ainsi que des mesures strictes de déplacement (notamment Royaume-Uni, certains Etats américains) renforçaient l'hésitation des investisseurs.

La gestion du fonds sur le trimestre

1. Mobilité de l'exposition

Par prudence, face aux incertitudes liées à la situation exceptionnelle, l'exposition du fonds a été ramenée de 93% mi-janvier à 80% en février pour remonter ensuite à 84% fin mars et 89% fin mai, avant de revenir à 85% fin Juin en raison de quelques prises de bénéfices.

Les allègements et cessions ont notamment porté sur les sociétés les plus impactées par la pandémie :

- par la nature de leur activité (Cie des Alpes, Pierre et Vacances...)
- par la chute des commandes industrielles (Lectra pénalisé également par le repli du dollar)
- par la chute des prix du pétrole (Total, après opérations de trading)

2. Un positionnement renforcé sur les sociétés solides

2.1 Sélectivité des Midcaps privilégiées

Alors que la liquidité est devenue plus faible, particulièrement sur les petites capitalisations, nous avons conservé -voire renforcé- les sociétés de taille moyenne (midcaps) dotées de modèles économiques spécifiques assurant une solide rentabilité et une certaine résilience telles que :

- Le producteur d'énergies renouvelables **Albioma** pour son positionnement incontournable dans les DOMTOM et la transition énergétique. Le cours progresse de 35% sur le trimestre (+40% YTD).

- **Pharmagest**, N°1 français de logiciels pour pharmacies et laboratoires, dont les solutions de téléconsultation connaissent un essor important dans la crise sanitaire. La marge nette a atteint 18% en 2019, et la trésorerie brute 98M€. Le cours rebondit de 51% sur le trimestre (+29% YTD).
- **Oneo**, leader du bouchon technologique et acteur majeur de la tonnellerie, dont le management attend un rebond de l'activité au S2 grâce aux vendanges précoces dans l'Hémisphère Nord qui permettront un rattrapage et une atténuation de l'effet Covid.

Ces deux derniers groupes bénéficient d'atouts solides pour passer la crise actuelle avec des marges élevées, une bonne situation financière et un actionariat familial.

2.2 Augmentation des grandes capitalisations

La part des grandes valeurs, dont la capitalisation est supérieure à 5 Mds€ a été renforcée à 46% du fonds fin juin contre 40% fin mars.

Ces sociétés devraient mieux traverser la crise et bénéficier lors du redémarrage de leurs expositions plus diversifiées, d'économies de coûts liées à leur taille, ainsi que d'éventuelles acquisitions grâce à leur situation financière.

Nous avons ainsi dans un premier temps renforcé Bouygues, Dassault Systèmes, Essilor, Orpea Sanofi, Thalès et Vivendi avant de prendre quelques bénéfiques sur les sociétés dont le rebond rapide limitait le potentiel de revalorisation.

Euronext a été significativement renforcé, en effet, la volatilité des marchés et la hausse des volumes traités vont permettre une croissance du CA et des marges déjà élevées.

3. Analyse de la performance trimestrielle

Au 30 juin, en raison des éléments indiqués, le fonds recule de -9% contre -16.54% pour le CAC NR.

3.1 Les principaux contributeurs négatifs :

- **La Caisse Régionale du Crédit Agricole Ile-de-France** chute de 22%, en raison des perspectives dégradées et de l'augmentation du risque défaut de leurs clients.
- **Thalès** : l'exposition du groupe au secteur aéronautique entraîne la défiance des investisseurs. Le cours reflue de 6% sur le trimestre.

3.2 Les principaux contributeurs positifs :

De nombreuses valeurs enregistrent des rebonds importants et proportionnels à l'ampleur de leur chute durant le choc économique du confinement :

- **Ingenico** : Le leader des solutions de paiement qui fait l'objet d'une offre de rachat de Worldline voit son cours bondir de 46%.

- **SEB** : Le leader mondial du petit équipement domestique dont tous les sites de production étaient à l'arrêt voit son cours progresser de 30% (+11% YTD).
- **L'Oréal** : Bénéficie de la croissance du commerce en ligne et progresse de 20% sur le trimestre (+8% YTD).
- **Sanofi** : Le groupe pharmaceutique maintient son objectif d'une marge opérationnelle de 30% en 2022. Le contexte est favorable au groupe notamment pour son pôle vaccins (+13% sur le trimestre et +1% YTD).
- **Schneider** : Leader mondial de la gestion électrique rebondit de 26% (+8% YTD). La transformation numérique de la gestion de l'énergie et des automatismes dans le résidentiel, les bâtiments, les centres de données, les infrastructures et les industries fait partie des thématiques fortes.
- **Total** : En dépit de la chute de son cours dans le sillage des cours du pétrole, des achats et cessions opportunes ont permis de réaliser une contribution positive au fonds.

Dans les petites et moyennes capitalisations, citons :

- **Groupe LDLC** : Le groupe de distribution de matériel informatique, après avoir frôlé la catastrophe financière en 2019 avec une valorisation divisée par 6 voit son titre rebondir de 71% depuis le début de l'année.
- **Thermador** : Le distributeur de matériel sanitaire et de plomberie, enregistre un mois de juin historique. Le cours progresse de 17% sur le trimestre et ne cède que -2% YTD.

4. Perspectives

La situation reste préoccupante sur le plan sanitaire avec le risque d'une deuxième vague de contaminations, mais les marchés pourraient rebondir en cas de découverte d'un vaccin.

Les mesures de relance des banques centrales et des gouvernements permettent de rassurer les investisseurs, alors que les résultats trimestriels ont été très contrastés selon les secteurs et les entreprises.

Enfin, les élections américaines en novembre et les tensions Chine/US qui se multiplient vont créer de la volatilité supplémentaire, en attendant l'échéance du Brexit en fin d'année.

La gestion du Fonds AESOPE Equilibre

Au second trimestre 2020, le fonds est en hausse de + 9,42 % contre + 5,72 % pour son indice de référence (du 27/03/2020 au 26/06/2020) qui se décompose entre une hausse de 17,25 % pour le MSCI World All Country calculé en euros (pondéré à hauteur de 30 % dans le calcul de l'indice de référence) et une hausse de 0,95 % pour l'Euro MTS Global (pondéré à hauteur de 70 % dans le calcul de l'indice de référence).

PORTEFEUILLE/ACTION - Exposition : 42,5 %

Les principaux contributeurs positifs :

- **Ingenico** : La décote par rapport au prix de l'OPA initié par Worldline a dépassé les 20%, nous avons profité de cette opportunité pour initier une position.
- **Alphabet** : Après avoir soldé notre position résiduelle début mars, nous sommes retournés sur le titre au plus bas de la crise le 26 mars. Le titre a fortement rebondi grâce à sa situation quasi-monopolistique sur le segment de la publicité en ligne couplé à la hausse du trafic internet pendant le confinement.

Les principaux contributeurs négatifs :

- **Tiffany** : Comme pour Ingenico, une décote supérieure à 20% par rapport à l'offre de LVMH s'est formée pendant le krach du mois de mars. Des rumeurs concernant une renégociation voire une annulation du rachat par LVMH malmène pour le moment le titre mais nous restons convaincus que l'offre ira à son terme.
- **Française de l'Énergie** : Le spécialiste français de la production d'énergie à partir du gaz de mine, n'a pas rebondi avec le marché. La baisse des prix du gaz et le retard d'installation de nouvelles unités de cogénération inquiètent. Nous restons confiants quant aux perspectives à moyen/long terme.

PORTEFEUILLE/TAUX-CREDIT - Exposition : 44 %

A fin juin, la poche obligataire offre un rendement de 5,47 % et est répartie de la manière suivante :

- 30% d'exposition au High Yield et non-noté
- 7% d'exposition au segment Investment Grade
- 7% d'exposition aux obligations convertibles

Les principaux contributeurs positifs :

Le marché du High Yield se redresse fortement ce trimestre. Les flux sont de nouveau acheteurs et la quasi-totalité des titres progressent.

- **Accor 4,375% Perp** : Après avoir anticipé le scénario du pire, le marché se rend compte de la solidité du bilan de la société. Les perspectives ressortent moins mauvaises qu'anticipées et le titre rebondit de 15%.
- **Akka 3,5% Perp** : La société spécialiste de la R&D externalisée souffre de son exposition aux secteurs de l'automobile et de l'aéronautique. Son endettement important suite au rachat de Data Respons inquiète mais comme pour Accor, le scénario du pire était anticipé. Le titre reprend quasiment 30%.

Les principaux contributeurs négatifs :

- **FFP 1,875% 2026** : La dette de la holding de la famille Peugeot fait du surplace. Une excellente opportunité selon nous, l'endettement reste maîtrisé et les actifs détenus dans la holding sont de qualité (Peugeot, SEB, Orpea...)

Principaux achats réalisés :

- **ODIRNANE Korian Perp** : Le rendement au call est de +4,5% (sur la base du prix d'achat) sans tenir compte de l'option de conversion. Bien que le groupe puisse souffrir un certain temps du buzz médiatique lié au Covid-19 et de l'absence d'appétence du marché pour les instruments perpétuels en période de crise, le niveau de prix actuel nous paraît attractif au vu des fondamentaux solides du groupe.
- **EURONEXT** : cf. commentaire AAF

Principales ventes réalisées :

- Suite au fort rebond du segment high Yield et des dettes subordonnées nous avons sorti ou allégé plusieurs noms comme Axa, Klesia, Air France, ThyssenKrupp, Accor, Tereos, Paprec, Lagardère...

Les rendements sont quasiment revenus au niveau d'avant crise pour une grande partie des émetteurs, nous estimons que le risque n'est plus forcément très bien rémunéré et nous préférons avoir une poche de liquidités pour profiter d'opportunités en cas d'une seconde vague de corrections.

La gestion de vos Portefeuilles

Au cours du trimestre nous avons été très actifs pour adapter vos portefeuilles au contexte de marché. Nous disposions avant la crise d'une bonne proportion de liquidités. Cette dernière a été renforcée pendant la période.

Titres vendus :

- **Danone** (Profil PEA) : Bien que les perspectives restent favorables en raison du plan de transformation engagé, l'arrêt total de la restauration et des CHR est à mettre en balance avec le maintien des surfaces alimentaires pendant le confinement. Aussi nous avons cédé le 07/05 à 62€ la position acquise le 26/03 à 55.7€. (NB : à ce jour, le cours cote 55€)
- **Veolia Environnement** (Profil PEA) : Après un renforcement réalisé le 26/03, nous avons profité du rebond du titre pour réduire la position, le groupe étant pénalisé par l'arrêt économique.
- **Essilor Luxottica** (Profil PEA) : Matérialisation du gain sur la position acquise le 24/03 à 106€ réalisée le 5/06 à 122€.
- **SEB** (Profil PEA) : Le recul du cours a permis de compléter la position le 24/04 à 114,8€, complément cédé au cours de 129,5€ le 11/06.
- **Schneider Electric** (Profil PEA, Dynamique) : Le fort rebond depuis les points bas de mars a motivé une prise partielle de bénéfices le 11/06 sur une société et un management qui conservent notre confiance.
- **Total** (Profil PEA, Dynamique, Equilibre) : La volatilité des cours du pétrole a permis de réaliser différents allers-retours : achat au cours de 29,5€ le 24/03 puis cession le 2/04 à 36€ avant de reprendre position le 5/05 à 31€ !

Titres à l'achat :

- **EDR Big Data** (Profil Dynamique) : L'objectif du fonds Edmond de Rothschild Fund Big Data est de sélectionner des entreprises directement liées à la thématique ou pouvant transformer leur modèle d'activité grâce à celle-ci. Le fonds a lourdement chuté alors que la tendance liée à l'utilisation des données devrait s'accélérer à cause de la crise. Nous avons trouvé un point d'entrée intéressant pour une stratégie porteuse sur un horizon long-terme.
- **Sanso Objectif Durable 2024** (Profil Equilibre) : Sanso Objectif Durable 2024 est un fonds obligataire Buy & Hold innovant investi en obligations privées. Le fonds combine un triptyque portage / rating / risques de marché très satisfaisant avec une proposition ISR tangible.
- **Bouygues** (Profil PEA) : le groupe est diversifié entre le BTP (Bouygues Construction et Colas) et l'immobilier, TF1 et Bouygues Télécom. La partie BTP va bénéficier de différents appels d'offres avec le Grand Paris tandis que Bouygues Télécom gagne des parts de marchés et sera un acteur clé des télécoms avec l'arrivée de la 5G.

- **FFP (Profil Equilibre)** : La décote de holding de 61% nous semble exagéré et nous sommes ainsi à l'achat sur la valeur qui est bien diversifié : 9,3% de PSA ainsi que des participations dans SEB, Orpea, SPIE, LISI.
- **Thalès (Profil PEA)** : Le titre avait perdu plus de 40% depuis le début de la pandémie à cause de ses activités dans l'aéronautique (30% du CA). La qualité technologique de Thalès reste cependant intacte et la valorisation attractive.
- **Immobilier 21 (Profil Dynamique, Equilibre)**. Les foncières ont été un des secteurs les plus pénalisés par la crise du Covid 19. Le fonds Immobilier 21 est investi dans différentes foncières dont l'expertise et le niveau de valorisation relativement à l'ANR, nous ont poussé à nous renforcer.
- **H2O Multibonds (Profil Dynamique, Equilibre)** : renforcement de notre position. Les thématiques sous-jacentes restent favorables notamment le taux italien.
- **Orange (Profil Dynamique)** : Le cash-flow de la société devrait quasiment doubler sur cinq ans, au cours actuel le titre offre un rendement supérieur à 5%. La société dispose d'un bilan sain et de deux ans de trésorerie disponible. Les perspectives demeurent favorables et le rendement solide. La société regorge d'actifs sous-évalués comme sa division cybersécurité (numéro 1 en Europe). Au contraire d'Altice, Bouygues et Iliad, elle n'a pas encore valorisé son réseau d'infrastructures.
- **TP Banque de Bretagne (Profil Equilibre)** : La Banque de Bretagne a été créée en 1909. Le réseau a été fusionné en 2012 à celui de BNP Paribas et seule la marque Banque de Bretagne est conservée, adossée à la marque BNP Paribas sur le territoire de la région Bretagne. Tous les services sont absorbés par BNP Paribas scellant la disparition de la Banque de Bretagne après 103 ans d'existence. Le support est sur un ancien format « Titre participatif » avec un coupon garantie de 22,87€ par titre. TP Banque de Bretagne offre un rendement de 4%.
- **Tikehau 2027 (Profil Equilibre)** : Ce FCP cherche à valoriser à moyen et long terme un portefeuille composé essentiellement de titres de dettes à haut rendement et vise une performance entre 3,5%/4,5% par an.

L'Equipe de Gestion
Wilfrid, Matthias, Philippe

Achevée de rédiger le 08/08/2020. Toutes les données chiffrées sont arrêtées au 30/06/2020

Nous attirons votre attention sur le fait que les informations mentionnées peuvent ne pas être exhaustives, mais Visent à vous communiquer les éléments jugés pertinents eu égard à la période sous revue. Par ailleurs, ce commentaire concerne l'ensemble des profils de gestion et peut par conséquent contenir certaines informations qui ne sont pas en rapport avec votre portefeuille.

« Conformément au règlement général de l'AMF (article 314-79), nous vous informons que la société de gestion AESOPE perçoit une quote-part théorique de 75 % de la commission de mouvement. »

L'ensemble des frais et commissions payés par le client correspondent :

- aux frais de transactions (commissions de mouvements TTC et frais broker TTC),
- le cas échéant la TTF (taxe à l'achat sur les transactions financières non taxable),
- le cas échéant les frais prélevés par le Teneur de compte sur les opérations de souscription ou rachat OPCVM non déposés chez CM CICS (Tva sur rachat),
- le cas échéant les frais du traitement sur valeurs mobilières (Ost... etc...).

Sur l'ensemble de ces frais, la quote-part réelle perçue par la société de gestion représente 50 % TTC (toutes taxes comprises)

« Conformément au règlement général de l'AMF (article 314-75-1), la société de gestion AESOPE a mis en place une politique de sélection des intermédiaires financiers ou brokers. La sélection est déterminée selon les services fournis (traitement des ordres en front et back office « Best Exécution ») et la qualité de l'analyse financière produite »