

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

Equipe de gestion du fonds :



Arnaud Cosserat



Alistair Wittet



**Sébastien
Thévoux-Chabuel**

Note sur les informations de performance

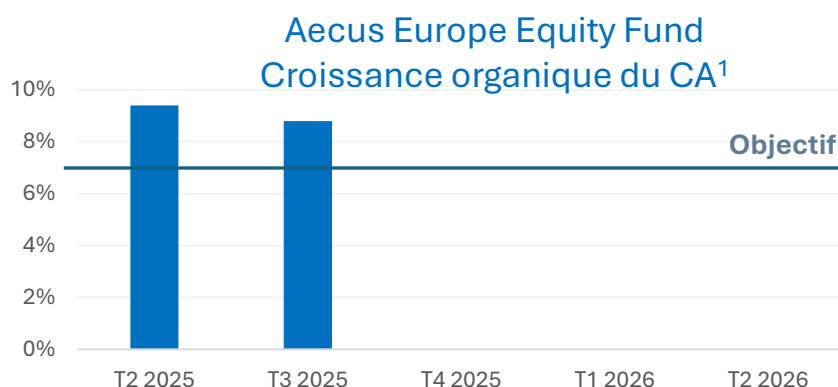
Conformément à l'article (4) du règlement (UE) n° 583/2010 de la Commission, portant application de la directive 2009/65/CE (directive OPCVM), les données de performance des fonds ne peuvent être présentées qu'après 12 mois d'historique de performance.

Chers investisseurs,

Bienvenue dans le premier commentaire annuel du fonds Aecus Europe Equity Fund, qui résume la période allant du lancement du fonds le 30 juin 2025 au 31 décembre 2025. Dans ce rapport, nous présentons notre analyse des fondamentaux du portefeuille, la performance boursière de nos sociétés, les thèmes qui ont préoccupé l'équipe d'investissement, les modifications apportées au portefeuille au cours de la période et nos perspectives pour l'avenir. Veuillez noter que, conformément à la réglementation européenne, nous ne sommes pas en mesure de fournir des statistiques sur la performance du fonds, celui-ci existant depuis moins de douze mois.

Performance opérationnelle des entreprises en portefeuille

Les fondamentaux du portefeuille au second semestre 2025 ont été solides. La croissance organique du chiffre d'affaires, notre indicateur préféré, ressort à +9 %¹ au troisième trimestre par rapport à l'année précédente, poursuivant la forte dynamique observée au deuxième trimestre. Ce chiffre est supérieur à notre objectif d'environ 7 %.



Parmi les entreprises qui ont le plus impressionné :

¹ Croissance organique du chiffre d'affaires au T3 2025 (dernières informations disponibles pour les entreprises sous-jacentes)

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

- **Galderma**, leader suisse de la dermatologie esthétique, a considérablement accéléré sa croissance, enregistrant une hausse organique de +21 % de son chiffre d'affaires. La forte innovation de son portefeuille de bio-stimulateurs, de neuromodulateurs et de produits dermatologiques thérapeutiques est le moteur de cette croissance.
- **Games Workshop**, le créateur britannique du jeu de figurines Warhammer, a enregistré une croissance remarquable de son chiffre d'affaires de base supérieure à +15 %, un exploit compte tenu du fait que c'est une année « creuse » dans son cycle de lancement de produits triennal.
- **Adyen**, leader mondial des paiements, a encore une fois affiché des résultats solides (+23 % de croissance organique) et a fourni des prévisions de croissance à moyen terme prometteuses lors de sa dernière journée investisseurs.
- **Seagate Technologies**, fabricant de disques durs, a affiché de solides résultats au deuxième et au troisième trimestre, avec une croissance organique de +21 % au troisième trimestre, grâce à la forte demande continue des centres de données en matière de capacité de stockage à long terme.

Il y a également eu quelques déceptions :

- Les entreprises du **secteur de la construction** ont souffert au second semestre 2025 du contexte morose dans le domaine de la construction. La croissance organique a été freinée pour **Assa Abloy**, **Kingspan** et **Sika**, mais la croissance publiée a été plus élevée, soutenue par les activités de fusion-acquisition (généralement la forme de croissance que nous préférons le moins) et les plans d'efficacité mis en œuvre (également appelés « réduction des coûts »). Avec une exposition combinée d'un peu plus de 5 %, ce panier constitue la partie la plus cyclique du portefeuille, et nous continuons à le surveiller de près.
- Notre exposition au **secteur des boissons** a également souffert au cours de la période, avec une croissance organique négative des ventes pour **Rémy Cointreau** et une croissance faible à un chiffre pour **Campari**. Nous continuons de penser que la majeure partie de la faiblesse est due à des facteurs cycliques court terme et attendons des signes de reprise pour adopter une position plus constructive. Cette exposition du portefeuille est restée inférieure à 3 % au cours de la période.

Depuis le lancement du Fonds en juin 2025, **la faiblesse du dollar américain** a généralement pesé sur la croissance, faisant perdre 3 points à la croissance publiée au troisième trimestre. Environ **40 % des ventes du portefeuille sont libellés en dollars américains** ou en devises liées au dollar.

Nous attendons les résultats annuels qui seront publiés en février et mars 2026, mais nous prévoyons que 2025 aura été une année solide pour les sociétés de notre portefeuille, avec une croissance organique comprise entre 7 et 9%, une croissance des bénéfices à deux chiffres et une forte conversion du flux de trésorerie disponible.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

Information sur les performances du portefeuille

Le Fonds a été lancé avec une valeur liquidative initiale de 100,0000² le 30 juin 2025, et a terminé à 94,4384 au 31 décembre. **Cette baisse s'explique principalement par une compression globale du multiple de valorisation** du portefeuille, qui est passé de 25,6x au lancement à 23,9x³ à la fin de l'année. En revanche, au cours de la même période, le bénéfice par action du Fonds, notre « boussole », a continué d'augmenter.

L'indice de référence du fonds, le MSCI Europe Net TR, a progressé de +10,4 %⁴ au cours de la période, principalement grâce à la vigueur soutenue du secteur bancaire, dont les grandes composantes telles que HSBC, Santander et BBVA ont toutes enregistré une hausse de plus de 30 %.

Les sociétés du secteur énergie ont également enregistré de solides performances, notamment BP, Shell et TotalEnergies. **Le Fonds n'est pas exposé à ces secteurs en raison de notre style d'investissement.**

Parmi les contributeurs :

- **ASML** a enregistré de solides performances, les plans d'investissement des clients visant à équiper de nouveaux centres de données IA laissant présager une accélération de la croissance dans les années à venir.
- **Galderma, Games Workshop et Seagate** ont tous enregistré une forte hausse grâce à leurs résultats exceptionnels, comme indiqué ci-dessus.

Parmi les principaux freins à la performance :

- Les entreprises de données **RELX** et **Experian** ont reculé en raison des craintes qu'elles puissent être impactées négativement par l'IA. Au contraire, nous pensons que ces entreprises, qui possèdent des ensembles de données propres et exclusifs, prospéreront à l'ère de l'IA. La puissance d'un outil d'intelligence artificielle dépend de la qualité de l'ensemble de données qu'il analyse. Nous avons renforcé notre position sur ces deux titres.
- **Carl Zeiss** et **Rémy Cointreau** ont vu leur titre reculer en raison d'une révision à la baisse significative des estimations de bénéfices. Dans les deux cas, nous pensons que ces sociétés possèdent des franchises exceptionnelles et sont fondamentalement sous-évaluées, mais nous reconnaissons que notre positionnement était prématuré. **Carl Zeiss** montre des signes timides de stabilisation de ses bénéfices, tandis que Rémy reste confronté à la faiblesse des marchés finaux.

² VL de la catégorie d'actions A EUR Acc du fonds Aecus Europe Equity Fund. Pour des raisons réglementaires, nous ne sommes pas en mesure de divulguer les rendements du portefeuille avant l'expiration d'un délai de 12 mois.

³ Ratio cours/bénéfice des douze prochains mois (NTM P/E)

⁴ Source : MSCI en euros au 31/12/2025

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

Quels sont nos axes de réflexion ?

Intelligence artificielle (IA)

Au cours des deux dernières années, l'augmentation remarquable des dépenses d'investissement des « hyperscalers » a stimulé à la fois les marchés boursiers et l'économie américaine. L'attention se tourne désormais vers les applications de cette technologie remarquable, afin de déterminer qui seront les gagnants et les perdants. Le recul généralisé du cours boursier de la plupart des entreprises de logiciels et de données, suggère que le marché préfère agir avant de réfléchir.

À notre avis, **l'IA représentera globalement davantage une opportunité qu'une menace**. Elle entraînera sans aucun doute de nombreux bouleversements, mais pour la plupart, elle constituera un outil de productivité remarquable et, à condition de disposer d'un pouvoir de fixation des prix, les entreprises devraient être en mesure de conserver ces économies. Environ 65 % des entreprises du portefeuille vendent des « produits » (par exemple **Lindt, L'Oréal, Games Workshop, Coloplast**) pour lesquels nous estimons que le risque de perturbation lié à l'IA est limité et offre au contraire des opportunités en termes de productivité.

Pour les 35 % restants, nous avons une exposition d'environ 13 % aux entreprises impliquées dans le développement des infrastructures d'IA (**ASML, VAT, Seagate et Schneider Electric**) et de 10 % aux entreprises du secteur des données où nous voyons l'IA comme une opportunité (**RELX et Experian**). Nous avons profité de la récente faiblesse des cours boursiers pour renforcer nos positions.

C'est **dans les entreprises de services que nous voyons le plus grand risque**. Nous y sommes peu exposés, ce qui nous a amenés à céder notre participation dans Accenture.

Nos « Wiggly Worms » : les entreprises de qualité ont connu des fluctuations importantes dues à la pandémie de Covid, mais des signes de stabilisation commencent à apparaître

Depuis l'apparition de la Covid en mars 2020, nous avons assisté à une évolution en forme de vague des bénéfices pour de nombreuses entreprises « de qualité », dont les effets se font encore sentir. Nous présentons ci-dessous l'agrégat des « Wiggly Worms » des entreprises du portefeuille, qui illustre l'évolution des estimations de bénéfices au fil du temps⁵. Chaque « Ver / Worm » représente l'évolution du bénéfice par action estimé pour une année donnée, se terminant dans chaque cas par le résultat réel de l'année considérée. Cela nous permet de suivre l'évolution des attentes au fil du temps et de déterminer si les entreprises surprennent positivement ou négativement.

On distingue globalement **quatre phases** :

- Au cours de la première phase, les estimations de bénéfices ont chuté avec l'arrivée de **la Covid**.
- Au cours de la deuxième phase, ces estimations ont non seulement repris, mais ont même dépassé les niveaux initialement prévus. Loin d'avoir souffert, **de nombreuses entreprises « de qualité » bien établies sont sorties de la crise sanitaire avec des bénéfices encore plus élevés** que ceux prévus avant la pandémie. Les consommateurs, qui étaient restés chez eux et avaient économisé en 2020 et 2021, sont sortis pour acheter les produits de beauté de **L'Oréal** et retrouver leurs amis autour d'un Aperol Spritz. Les cabinets dentaires ont rouvert et les projets de construction ont repris de plus belle. Une grande partie de la demande rendue impossible par les confinements est revenue d'un seul coup, et les entreprises de qualité ont généralement été les plus avantagées grâce à l'accélération de leurs gains de parts de marché.

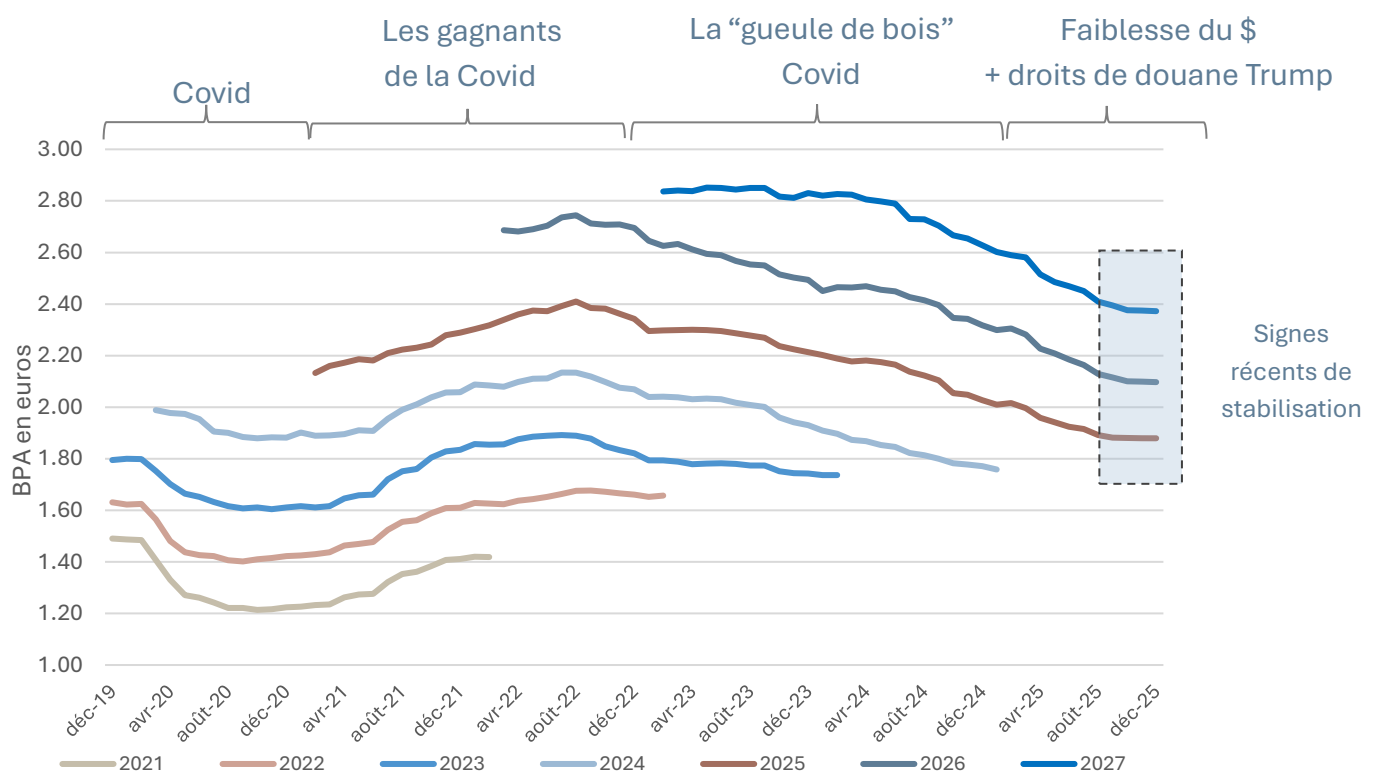
⁵ Nous avons simulé les bénéfices agrégés du portefeuille rétrospectivement en utilisant les pondérations du portefeuille au 30/11/2025 et en utilisant les données historiques des entreprises sous-jacentes. Portefeuille du fonds Aecus Europe Equity Fund

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

- Cependant, il s'en est suivi **une période de « gueule de bois » avec une baisse des bénéfices**, les estimations de ces entreprises ayant été régulièrement revues à la baisse entre mi-2022 et octobre 2025. En substance, les entreprises de qualité avaient enregistré des bénéfices hors normes en 2021 et 2022, et le taux de gain de parts de marché, qui devait se poursuivre selon les prévisions, s'est normalisé. Les bénéfices ont continué de croître, mais à un rythme plus lent que prévu.
- Ce phénomène a été aggravé en 2025 par l'affaiblissement du dollar américain et les droits de douane imposés par Trump, qui ont tous deux porté un coup dur aux entreprises internationales et entraîné une nouvelle vague de révisions à la baisse.
- Au cours des derniers mois de 2025, nous avons observé des signes de stabilisation des estimations de bénéfices. Bien qu'il soit trop tôt pour parler d'une tendance, nous considérons cela comme encourageant. Et, à notre avis, comme une condition nécessaire à la stabilisation des valorisations des entreprises du portefeuille.

Les «Wiggly Worms» : les estimations de bénéfices montrent des signes de stabilisation⁶



⁶ Source : LSEG Workspace/Aecus Partners au 31/12/2025. Portefeuille du fonds Aecus Continental Europe Equity Fund, BPA basés sur les consensus de marché LSEG Workspace. Poids du portefeuille au 31 décembre 2025, rééquilibrage trimestriellement sur la période hors titres non cotés à la date considérée. Si un titre n'était pas coté à la date rééquilibrage sur le reste du portefeuille.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

Secteur de la Santé

Le **secteur de la santé** représente la plus grande exposition du portefeuille (30 %) et se paye actuellement à des valorisations qui n'ont jamais été aussi basses depuis dix ans. Dans ce domaine, nous préférons les entreprises de technologies médicales aux sociétés pharmaceutiques, car nous considérons que leurs franchises sont plus défendables et moins exposées au risque de contrôle des prix. Bien qu'elles soient boudées, nous continuons d'apprécier le contexte de croissance structurelle : les dépenses de santé aux États-Unis n'ont jamais baissé depuis qu'elles sont mesurées et publiées. De plus, nous considérons les innovations comme un moteur clé de la croissance. Par exemple, le nouvel outil de chirurgie oculaire au laser de **Carl Zeiss** réduit la durée de l'opération d'une minute à quelques secondes, supprimant ainsi un frein important pour les nouveaux patients potentiels.

Tarifs douaniers et pouvoir de fixation des prix (« Pricing Power »)

D'après nos échanges avec les entreprises, nous constatons que beaucoup d'entre elles ont initialement renoncé à augmenter leurs prix pour compenser les droits de douane américains, préférant attendre que les niveaux tarifaires se stabilisent. Depuis le second semestre de l'année dernière, des hausses de prix ont commencé à être mises en œuvre et nous pensons qu'elles favoriseront la croissance au cours de l'année à venir.

Qu'avons-nous fait ?

Depuis le lancement, nous avons ajouté **deux nouvelles positions** au portefeuille et en avons vendu une :

- Nous avons ajouté **Rémy Cointreau**, propriétaire de l'un des cognacs les plus prestigieux au monde.
- Nous avons pris une position dans **Seagate Technologies**, un fabricant de disques durs (HDD) présent sur le marché consolidé et en croissance structurelle de la mémoire. L'intelligence artificielle a créé un besoin croissant en mémoire à faible coût, et nous pensons que Seagate est bien placé pour en tirer parti.
- Nous avons cédé Accenture, car nous considérons que cette société est la plus exposée aux risques de perturbation liés à l'IA.

Nous avons également procédé à un certain nombre d'**opérations motivées par des considérations de valorisation**, en réduisant nos positions sur les titres performants (**L'Oréal, Halma, Assa Abloy, Galderma**) et en réinvestissant sur les titres en difficulté (**RELX, Straumann, Novonosis**).

Depuis sa création, le taux de rotation du fonds s'établit à environ 20 % en rythme annualisé.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

Perspectives

Les marchés boursiers ont été très polarisés ces derniers temps.

L'IA a créé d'énormes gagnants (les semi-conducteurs) et de grands perdants (les logiciels) en termes de cours boursiers. En Europe, l'incertitude mondiale, la hausse des taux d'intérêt et le protectionnisme ont profité aux entreprises domestiques, en particulier aux banques et aux entreprises du secteur de la défense. Les entreprises internationales, en dehors du secteur des semi-conducteurs, ne sont plus aussi attractives, du moins aux yeux des investisseurs.

Nous avons un avis différent.

La croissance organique des ventes des quelques entreprises internationales qui composent votre portefeuille a rarement été aussi forte, et n'est pas liée qu'à l'IA. Le rythme de l'innovation continue de nous impressionner, qu'il s'agisse de la dernière génération d'appareils pour la cataracte de **Alcon** ou de la gamme de produits iExcel de **Straumann**. **EssilorLuxottica**, en partenariat avec Meta, connaît un fort succès avec ses dernières lunettes intelligentes, tandis que les nombreux lancements de produits de **Galderma** ont dépassé toutes les attentes. La demande pour les produits de ces entreprises internationales est forte et tirée par l'innovation. Elles considèrent l'IA comme un catalyseur leur permettant d'aller encore plus loin, tant en matière d'innovation que de rationalisation de leurs opérations.

Cette forte dynamique sous-jacente a été masquée par la faiblesse du dollar américain et les droits de douane, qui ont entraîné une révision à la baisse des bénéfices, ce qui a à son tour pesé sur les multiples de valorisation. Nous observons des signes de stabilisation et, malgré de nouveaux vents contraires sur le plan des devises, nous prévoyons une accélération de la croissance des bénéfices en 2026. Même en supposant une nouvelle compression des multiples de valorisation, nous envisageons des rendements annualisés à deux chiffres pour les années à venir, grâce à une forte croissance des bénéfices et à des retours aux actionnaires.

Nous restons à l'écoute de vos questions et commentaires.

Jusqu'au prochain trimestre,
Alistair, Arnaud & Sébastien



Aecus Europe Equity Fund

Commentaires | décembre 2025

Informations importantes

Produit par Aecus Partners SAS, société réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). RCS Paris n° 933 708 976, agrément AMF n° GP20240027 (<https://www.amf-france.org/fr>, 17 place de la Bourse – 75002 Paris).

Le Fonds est un compartiment de l'ICAV, un fonds à compartiments multiples avec des passifs séparés entre les compartiments. Le Fonds est agréé par la Banque centrale d'Irlande en tant qu'OPCVM conformément au Règlement de la Communauté européenne (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières). L'ICAV a délégué ses fonctions de société de gestion d'OPCVM à Aecus Partners SAS, sa société de gestion d'OPCVM. L'ICAV est agréé par la Banque centrale d'Irlande conformément au Règlement et au Règlement de 2013 sur la Banque centrale (Supervision et application) (article 48(1)) (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières). Le distributeur du Fonds est Aecus Partners SAS.

Ce document est une communication informative destinée exclusivement aux clients professionnels. Veuillez-vous référer au prospectus et au document d'informations clés du Fonds avant toute décision d'investissement. Ces documents sont disponibles gratuitement, en format papier ou électronique, auprès du Gestionnaire d'investissement du Fonds, ainsi que sur son site web : <https://www.aecuspartners.com>. Ce document ne peut être copié, reproduit, communiqué ou redistribué, en tout ou partie, sans l'autorisation préalable d'Aecus Partners SAS. Toute entité chargée de transmettre ce document à des tiers est tenue de s'assurer du respect des règles de promotion financière applicables. Ce document ne constitue pas une offre de souscription et ne saurait être assimilé à une recommandation ou à un conseil en investissement. Il n'est pas destiné à fournir des conseils comptables, juridiques ou fiscaux, et ne doit pas être utilisé à cette fin. Il vous est fourni à titre informatif uniquement et ne saurait vous servir à évaluer l'intérêt d'investir dans les titres ou participations mentionnés ici, ni à toute autre fin. Les titres spécifiques identifiés et/ou décrits dans ce document ne représentent pas l'intégralité des titres achetés, vendus ou recommandés pour le Fonds, et il ne faut pas présumer que les titres identifiés et évoqués étaient ou seront rentables. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et peuvent être modifiées sans préavis. Il n'est pas adapté individuellement à un client ou client potentiel en particulier.

Les sources utilisées pour réaliser ce rapport sont considérées comme fiables. Cependant, aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité n'est donnée et Aecus Partners SAS, ses dirigeants, employés ou agents déclinent toute responsabilité pour toute erreur ou omission (y compris la responsabilité envers quiconque en raison d'une négligence). Aecus Partners SAS décline toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation des informations fournies dans ce document. Les investisseurs potentiels devraient consulter leur conseiller financier avant de prendre une décision d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les données sont valables à la date du document. Les données de performance présentées ici concernent le fonds Aecus Europe Equity Fund (le « Fonds »). Les données de performance de la valeur liquidative (VL) ont été calculées sur une base VL à VL, nettes de frais de gestion et de charges d'exploitation, les revenus étant réinvestis. Une description détaillée des frais applicables figure dans le Prospectus. Le montant des frais courants est susceptible d'évoluer. Les participations et les performances des sociétés sont susceptibles d'avoir évolué depuis la date du rapport. Les informations sur les sociétés, y compris les calculs de performance et autres données, sont fournies par Aecus Partners SAS. Les performances passées peuvent ne pas préjuger des performances futures et les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité de leur investissement. Si la devise de l'investisseur est différente de celle du Fonds, le rendement de l'investissement peut augmenter ou diminuer en fonction des fluctuations de change. Tout investissement comporte des risques. La valeur de l'investissement et les revenus qui en découlent peuvent varier. Les chiffres cités se rapportent à des périodes passées et les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Le Fonds utilise l'indice MSCI Europe Net (source : MSCI) comme indice de référence pour comparer les performances. Le Fonds est géré activement et n'est soumis à aucun indice de référence. Glossaire : veuillez consulter le site [d'Aecus Partners](https://www.aecuspartners.com).

L'accès aux fonds d'un ICAV géré par Aecus Partners SAS peut être soumis à des restrictions concernant certaines personnes ou certains pays.

EEE - L'accès au Fonds peut être soumis à des restrictions concernant certaines personnes ou certains pays. Le prospectus et les documents d'information clés du Fonds sont disponibles sur www.aecuspartners.com/documents et sont disponibles dans l'une des langues officielles de chacun des États membres de l'UE dans lesquels le Fonds a été notifié pour commercialisation conformément à la Directive 2009/65/CE (Directive OPCVM). Le Fonds est actuellement notifié pour commercialisation dans plusieurs États membres de l'UE conformément à la Directive OPCVM.

Royaume-Uni - Ce Fonds est un compartiment d'un OPCVM irlandais agréé par la Banque centrale d'Irlande. Il n'est pas agréé par la FCA (Financial Conduct Authority) du Royaume-Uni. Le Fonds est autorisé au Royaume-Uni dans le cadre du régime des fonds étrangers (Overseas Funds Regime, OFR) pour certaines catégories d'actions uniquement. Seules les catégories d'actions agréées dans le cadre de l'OFR peuvent être commercialisées auprès d'investisseurs au Royaume-Uni. En tant que fonds étranger agréé dans le cadre de l'OFR, le Fonds n'est pas soumis aux exigences britanniques en matière de labélisation et de divulgation sur les investissements durables. Les protections offertes par le système de régulation britannique, telles que le Financial Services Compensation Scheme (FSCS) et le Financial Ombudsman Service (FOS), ne s'appliquent pas. Ce document est fourni à titre purement informatif et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans une juridiction où une telle offre ne serait pas autorisée. Aucune disposition relative au droit de rétractation ne s'applique. Les mécanismes de réclamation et de compensation du Royaume-Uni peuvent ne pas s'appliquer. Ce document est publié et approuvé par Aecus Partners SAS, société agréée et réglementée par l'AMF.

Glossaire : Veuillez-vous référer à notre [site web](#)