

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

Equipe de gestion :



Écouter le podcast
(en anglais)



**Arnaud
Cosserat**



**Alistair
Wittet**



**Sébastien
Thévoux-Chabuel**

Chers investisseurs,

Bienvenue dans le commentaire du fonds Aecus Europe Equity Fund pour le deuxième trimestre 2026.

Ce trimestre a de nouveau été marqué par la guerre en Iran, les cours des actions oscillant au gré de chaque reprise et de chaque apaisement apparent du conflit. Parallèlement, l'intelligence artificielle a continué de diviser le marché entre les « gagnants » (les valeurs exposées aux semi-conducteurs et aux « data centers ») et les « perdants » présumés (les entreprises de logiciels et de données). Le portefeuille à des moteurs de croissance diversifiés, dont une part de 20 % consacrée aux titres liés à l'IA. Une part importante du portefeuille se négociant désormais à des valorisations qui n'ont pas été aussi basses depuis plusieurs décennies, nous restons optimistes, notamment au vu de la solidité persistante des fondamentaux.

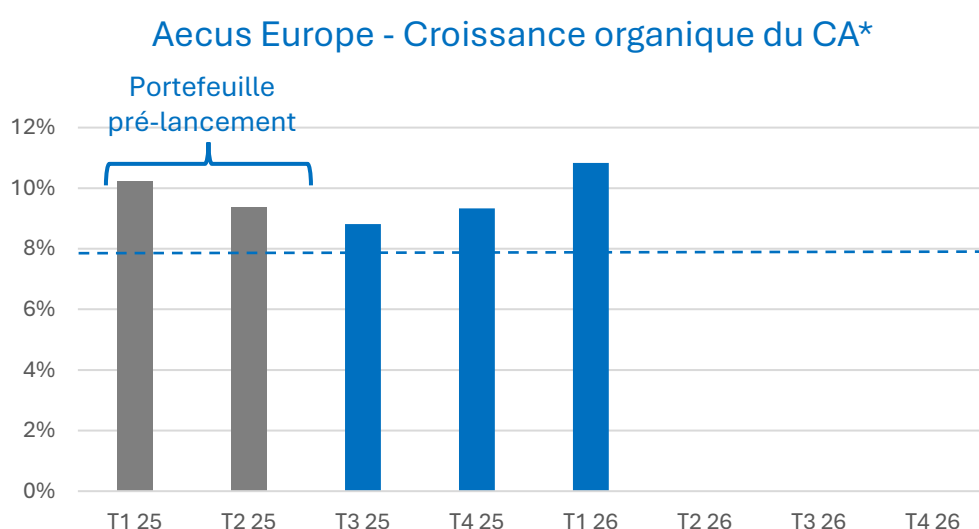
Comme à l'accoutumée, nous présentons dans ce rapport notre analyse des fondamentaux du portefeuille, sa performance, nos réflexions, les ajustements que nous avons apportés au portefeuille au cours de la période et nos perspectives.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

Performance opérationnelle des entreprises en portefeuille

Nos sociétés ont publié leurs résultats du premier trimestre, qui se sont révélés globalement solides. Le taux de croissance organique du portefeuille s'établit à plus de 10 % (moyenne, à taux de change constant), dépassant ainsi nos prévisions à long terme.



** Croissance organique moyenne pondérée d'une année sur l'autre. Définie à taux de change constant et hors fusions-acquisitions. Source : Aecus Partners et LSEG.*

Il est réjouissant de constater que **la vigueur de la croissance organique des ventes est généralisée** :

- Les entreprises exposées au **secteur des data centers** ont enregistré une **forte croissance**, soutenue par le développement des infrastructures : Schneider Electric (+11 % de croissance organique des ventes), Halma (+16 %), ASML (+13 %), Seagate Technology (+41 %), Mycronic (+32 %). Le développement des infrastructures se traduit par des carnets de commandes bien remplis et des chiffres d'affaires en forte hausse pour toutes les entreprises exposées à ces investissements. Seul VAT Group a enregistré un chiffre d'affaires en baisse, en raison d'effets de calendrier.
- Les entreprises du **secteur de la consommation** Galderma (croissance organique de +25 %), L'Oréal (+8 %), EssilorLuxottica (+11 %) et Richemont (+13 %) ont toutes affiché une **forte croissance**.
- **Les entreprises perçues comme les « perdantes » de l'IA** (secteurs liés aux logiciels et aux données) ont également affiché **une bonne croissance**, à l'image de Wise (+27 %), Adyen (+20 %), Experian (+9 %) et Amadeus (+8 %).

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

- Dans le secteur de la santé, **Straumann** a enregistré une bonne croissance organique et, deux mois plus tard, a publié **un avertissement sur résultats positif**, revoyant à la hausse ses prévisions de marge et de bénéfice pour l'année.

Il y a également eu des **déceptions** :

- Le chiffre d'affaires organique de **bioMérieux** a reculé de 4 % en raison d'une **saison grippale peu active**.
- **Carl Zeiss Meditec** a enregistré une croissance organique de -4 % en raison de la **faiblesse persistante de ses marchés finaux**. La société a annoncé un programme de restructuration complet, et un mois plus tard, Carl Zeiss AG (la société mère) a fait part de son intention d'**augmenter sa participation à environ 66 %**, soulignant ainsi sa confiance dans la reprise sous la nouvelle direction.
- **Les entreprises des secteurs de la construction et des boissons continuent de faire face à des difficultés sur leurs marchés**. La croissance organique de Sika, Kingspan et Campari est restée relativement stable.
- Enfin, **Coloplast a revu à la baisse ses prévisions de croissance organique du chiffre d'affaires annuel**, passant de +7 % à +5 à 6 %, à la suite d'une perturbation majeure des conditions de remboursement concernant l'activité de produits biologiques de traitement des plaies récemment acquise.

Information sur les performances du portefeuille

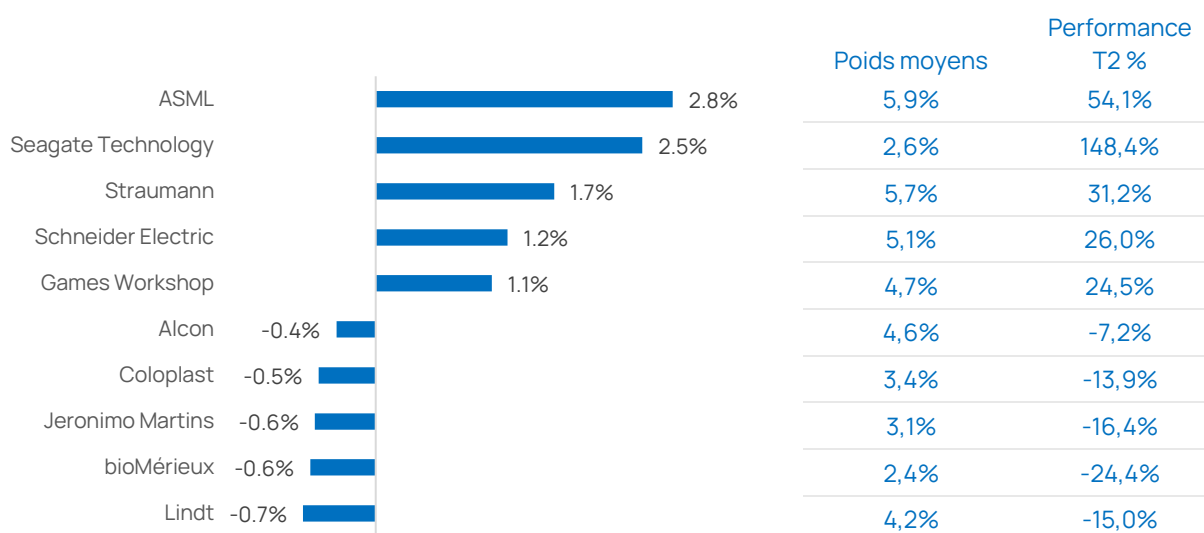
- **La polarisation du marché a été marquée au cours de la période**. Les entreprises liées au **développement des centres de données dédiés à l'IA** ont affiché de solides performances, tandis que **les « perdants » de l'IA** et les secteurs défensifs (par exemple, la santé et la consommation) ont sous-performé par rapport à l'ensemble du marché.
- Le Fonds a progressé de 11,7 %¹ au deuxième trimestre 2026 et de +2,2 %¹ depuis le début de l'année, masquant ainsi une réalité très contrastée.
 - **L'exposition du portefeuille aux centres de données** (environ 20 %) continue d'afficher de solides performances, **trois des cinq principales contributions à la performance du trimestre** provenant de ce secteur (Seagate Technology, ASML et Schneider Electric). Les fondamentaux restent solides et les valorisations sont en hausse (nous y reviendrons plus loin).
 - **Dans le même temps, bon nombre de nos sociétés non liées à l'IA** ont connu une **contraction continue de leurs multiples de valorisation**, en particulier les entreprises du secteur des données.

¹ Actions Aecus Europe Equity Fund A EUR ACC, performance nette au 30 juin 2026

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

5 principaux contributeurs et détracteurs au T1



Source: Aecus Partners et LSEG Workspace au 30/06/2026

Quels sont nos axes de réflexion ?

Recherche sur le terrain

Au cours du deuxième trimestre, nous avons poursuivi nos déplacements pour rencontrer des entreprises. Nous avons rendu visite à Robertet à Grasse (France) et à Richemont à Genève, et avons rencontré plus de 30 entreprises lors de conférences. D'autres déplacements sont prévus pour le troisième trimestre et nous continuons à considérer ces échanges comme un élément essentiel de notre processus décisionnel, car ils nous apportent des informations qualitatives cruciales dans un contexte où les données sur les entreprises sont de plus en plus banalisées.

Les estimations de bénéfices s'améliorent

D'après notre expérience, les meilleures entreprises parviennent à gérer la tension qui existe entre le maintien d'une stratégie à long terme et la réalisation de résultats à court terme. Elles font preuve de **patience vis-à-vis de leur vision**, mais **sont réactives lorsque les résultats ne sont pas conformes aux prévisions en cours de route**. Nous gérons nos portefeuilles de la même manière. Au-delà de la croissance organique, l'un des indicateurs que nous suivons de près est celui des **estimations de bénéfices**, qui nous permet de déterminer si les entreprises dépassent ou déçoivent les attentes. Nous avons constaté depuis le début de l'année que celles-ci se sont **nettement améliorées pour les entreprises de notre portefeuille**, devenant globalement positives pour la première fois en quatre ans. Les vents contraires liés à la normalisation post-Covid, à la faiblesse du dollar américain et aux droits de douane américains se sont atténués et, dans certains cas, se transforment en vents favorables. L'avertissement sur résultats positif de Straumann en est un bon exemple, et nous avons constaté une amélioration générale des estimations.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

Réflexions actualisées sur l'IA

Nous sommes optimistes quant à l'IA. Nous estimons qu'il s'agit d'une technologie transformatrice et entrons dans une décennie d'investissements dans les data centers. Nous pensons que cet investissement est structurel, car la technologie est bien réelle et très demandée.

Nous restons toutefois prudents quant à un investissement généralisé dans l'IA. Nous préférons concentrer notre exposition sur le volume des centres de données, plutôt que sur les goulots d'étranglement où les prix, les marges et les rendements atteignent, selon nous, des niveaux insoutenables. Notre exposition porte sur les acteurs phares de l'IA dont les perspectives sont les plus claires :

- Les fabricants d'équipements pour semi-conducteurs utilisés dans la fabrication de puces et de circuits imprimés (ASML, VAT Group, Mycronic)
- Les infrastructures électriques des centres de données (Schneider Electric)
- Les besoins en refroidissement (Belimo) et ;
- La photonique avancée pour la transmission de données (Halma)

Toutes ces entreprises sont des sociétés de grande qualité, dotées d'avantages concurrentiels durables et bénéficiant de prix résultant de l'innovation plutôt que de goulets d'étranglement liés à l'offre et à la demande. Nous considérons toutefois cette exposition avec prudence. La plupart de ces entreprises vendent des équipements, ce qui signifie qu'elles sont exposées à la dérivée seconde de la capacité des centres de données : le rythme des augmentations de capacité. Cela rend ces entreprises intrinsèquement plus cycliques que nos sociétés habituelles. Nous gérons ce risque de deux manières. Premièrement, nous limitons notre exposition à ce secteur, qui représente actuellement 20 % du portefeuille. Deuxièmement, nous faisons preuve de rigueur en matière de valorisation, ce qui signifie que nous réduisons prudemment nos positions lorsque nous constatons un optimisme excessif reflété dans les cours des actions.

Gestion de « compartiments » très différents au sein du portefeuille

À propos du TSR

Nous utilisons le « TSR » (rendement total pour l'actionnaire) pour évaluer les trois facteurs déterminants du rendement total pour l'actionnaire de chaque entreprise sur une période de 5 ans :

- Croissance du résultat net (TCAC)
- Croissance du cash disponible pour les actionnaires (flux de trésorerie disponible après fusions-acquisitions)
- Appréciation / compression du ratio cours/bénéfice : comparaison du ratio cours/bénéfice actuel par rapport aux estimations sur 5 ans

La somme de ces trois composantes fournit une estimation du rendement total pour l'actionnaire de chaque titre sur notre horizon d'investissement de 5 ans. Nous cherchons généralement à investir dans des titres présentant un TSR à deux chiffres. Nous suivons le TSR tant au niveau des titres qu'au niveau du portefeuille.

Ce que nos modèles de TSR nous indiquent aujourd'hui

Aujourd'hui, fait inhabituel, nous constatons que 40 % du portefeuille devrait bénéficier d'une expansion des multiples de valorisation sur notre horizon de 5 ans. Nous parlons de « situation inhabituelle » car nous faisons preuve de prudence dans nos estimations des multiples Cours/Bénéfices futurs, prévoyant souvent des

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

réévaluations à la baisse pour nos valeurs de croissance de haute qualité, qui, historiquement, ont eu tendance à se négocier à des multiples relativement élevés. Aujourd'hui, ce panier est massivement concentré dans les secteurs de la santé et des données (considérés comme les perdants de l'IA) et constitue notre panier décoté ou « Value », un concept dont nous n'avons pas l'habitude de parler dans notre univers d'investissement axé sur la Qualité Croissance !

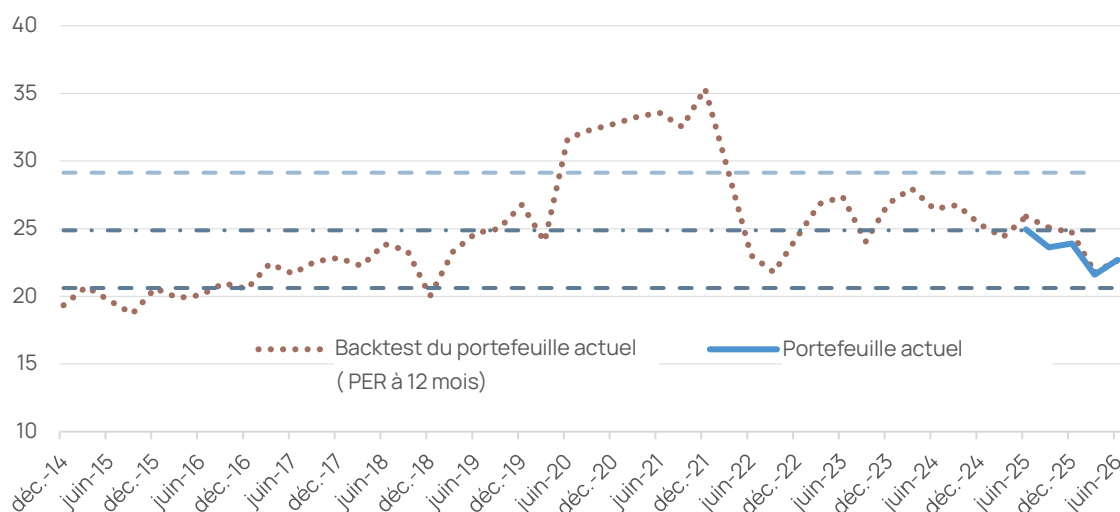
À l'inverse, les titres de notre portefeuille exposés à l'IA voient leurs multiples de valorisation progresser grâce à des fondamentaux solides. Ce segment dédié à l'IA représente environ 20 % du portefeuille, une pondération que nous maintenons en procédant à des réductions progressives à mesure que ces titres continuent de progresser.

Le reste du portefeuille, composé principalement de titres du secteur de la consommation, se négocie globalement en ligne avec ses multiples de valorisation historiques.

Au niveau du portefeuille, cela se traduit par un multiple de valorisation moyen qui a baissé de près de 15 % depuis le lancement du fonds il y a un an, tandis que les bénéfices ont progressé de plus de 10 %. Les valorisations se situent désormais dans la partie basse de leur fourchette historique, si l'on exclut la grande crise financière.

Valorisations en bas de fourchette historique

Portefeuille simulé : test rétrospectif de valorisation du portefeuille actuel (PER à 12 mois glissants)²



² Source : LSEG Workspace/Aecus Partners au 30/06/2026.

Remarque concernant la simulation : ratio cours/bénéfice simulé pour les douze prochains mois (P/E NTM) calculé à partir du portefeuille du fonds Aecus Europe Equity Fund au 30/06/2026. Pondérations du portefeuille au 30 juin 2026, rééquilibrées trimestriellement de manière rétroactive. Pour toute date de la simulation à laquelle une position n'était pas encore cotée, le portefeuille a été rééquilibré en excluant cette action. Cela ne reflète pas le ratio cours/bénéfice réel du portefeuille depuis son lancement, mais un calcul simulé d'une mesure statique du portefeuille à des fins d'illustration. Le ratio cours/bénéfice NTM (hors trésorerie) réel du fonds Aecus Europe Equity Fund depuis son lancement le 30/06/2025 est indiqué séparément par la ligne bleue.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

Qu'avons-nous fait ?

Au deuxième trimestre 2026, nous avons pris de nouvelles positions sur Belimo, Mycronic et Rational, tout en cédant notre participation dans Rémy Cointreau afin de réorienter nos capitaux vers de meilleures opportunités. Nous avons continué à réduire nos positions sur ASML, VAT Group et Seagate Technology en raison de la forte hausse de leurs cours, et avons renforcé celles sur Richemont, Kingspan et Lindt.

- **Belimo** est l'un des principaux fournisseurs suisses d'actionneurs et de vannes de régulation pour les systèmes de chauffage et de refroidissement, avec une exposition en forte croissance au refroidissement par liquide dans les centres de données. Nous apprécions son cœur de métier et considérons son exposition à l'IA comme un atout supplémentaire.
- **Mycronic** est un fabricant suédois de systèmes électroniques de haute précision qui a su se forger et acquérir des positions de leader dans les circuits imprimés et le conditionnement avancé, deux domaines où nous constatons une demande structurelle.
- **Rational** est un fabricant d'appareils de cuisson de haute qualité pour les cuisines professionnelles. Nous admirons depuis longtemps ce leader allemand, mais nous nous étions abstenus d'investir pour des raisons de valorisation. Les multiples s'étant désormais normalisés selon nous, nous avons pris une première position.

Perspectives

Les engagements financiers actuels en faveur des centres de données feront de l'IA l'un des plus importants déploiements de capitaux de l'histoire de l'humanité. La rapidité de ce déploiement a créé des goulots d'étranglement tout au long de la chaîne d'approvisionnement, ce qui a entraîné de fortes hausses de prix et une croissance des bénéfices. Cette accélération, ou cette dynamique, a été un moteur majeur de la performance des marchés boursiers mondiaux au cours des 12 derniers mois. En tant qu'investisseurs long terme, nous accordons davantage d'importance à la pérennité de la croissance qu'à son accélération, qui est par nature éphémère.

Dans le même temps, la dynamique des marchés engendre des inefficiences que nous cherchons à exploiter en tant que gérants actifs. Notre discipline de gestion peut nuire à la performance relative du fonds sur certaines périodes à court terme, mais nous pensons qu'elle portera ses fruits à plus long terme.

Les fondamentaux du portefeuille sont solides. La croissance organique moyenne du chiffre d'affaires a dépassé nos attentes au cours de cette première année d'existence du fonds et, à mesure que les vents contraires s'atténuent, les bénéfices suivent la même tendance. La valorisation du portefeuille a baissé, ce qui a pesé sur la performance. La volatilité du marché a créé des opportunités d'achat et de vente, ce qui nous a amenés récemment à effectuer des transactions à des niveaux légèrement plus élevés. Dans l'ensemble, le taux de

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

rotation du portefeuille sur la première année s'est établi à 25,0 %³, ce qui s'inscrit dans la fourchette prévue de 20 à 30 %. Dans un contexte d'évolution aussi rapide, il est important que nous restions agiles.

Pour l'avenir, nous anticipons une croissance séculaire provenant de multiples sources, bien au-delà de l'IA. Les lancements des nouveaux modèles de Ferrari (Luce et 12 Cilindri Manuale), à des prix haut de gamme, contribueront à stimuler la croissance de la valeur, même si l'entreprise limite ses volumes de production. La franchise Warhammer de Games Workshop continue de connaître un succès remarquable, avec des files d'attente qui font le tour du pâté de maisons lors des ouvertures de nouveaux magasins en République tchèque et en Corée du Sud. Galderma constate une demande inchangée pour ses derniers produits de comblement et biostimulateurs, tandis que Rational continue de dominer le marché avec ses fours combinés. Pour le portefeuille, nous prévoyons une croissance des bénéfices de 12 % au cours des cinq prochaines années, soutenue par une solide croissance organique des ventes et accompagnée d'un rendement attractif de 3,5 % du flux de trésorerie disponible.

Nous vous remercions encore une fois de l'intérêt que vous portez au Fonds et vous invitons chaleureusement à nous faire part de vos questions et commentaires.

À bientôt,

Alistair, Arnaud & Sébastien



³ Calculé selon la méthode UCITS pour le taux de rotation du portefeuille (PTR Portfolio Turnover Return), défini comme la valeur la plus faible entre le total des achats et le total des ventes sur la période, divisé par l'actif net moyen.

Aecus Europe Equity Fund

Commentaires de l'équipe de gestion | Deuxième Trimestre - 2026

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](https://www.aecuspartners.com)

Contacts Aecus Partners : bonjour@aecuspartners.com – +33 (0)1 84 80 81 82 – 128 rue du Faubourg Saint-Honoré – 75008 Paris