



Marc Réveillaud, gérant du fonds ID France Smidcaps

Chers Partenaires et Investisseurs,

En complément du rapport de gestion que nous sommes en train de produire, nous avons souhaité rédiger cette note détaillée afin de vous aider à mieux comprendre la période que nous traversons.

L'objectif de cette lettre est de revoir l'historique des performances du fonds, comprendre les raisons de notre écart avec notre indice de référence et enfin vous donner notre positionnement pour la suite de l'année en cours.

Voilà les quelques points que nous avons souhaité développer.

1. Bilan sur les performances récentes et historiques
 - a. Performances du fonds, de l'indice, des composantes de l'indice, du CAC 40
 - b. Historique des baisses du fonds et du délai de recouvrement

2. Structure du fonds vs indice
 - a. Performances au sein de l'indice
 - b. Explications structurelles : Les expositions sectorielles et capitalistiques (point sur la liquidité).
 - c. Explications structurelles : Les corrélations.
 - d. Ce qui nous a coûté dans le fonds en relatif et en absolu

3. Quelles sont nos positions aujourd'hui ?
 - a. ESN, équipementiers automobiles, Informatique, Construction

1. Bilan sur les performances récentes et historiques

a. Performances du fonds, de l'indice, des composantes de l'indice et du CAC 40

Ce mois de septembre, rythmé par les publications trimestrielles, a été violent. Nous avons été confrontés à des ventes parfois massives de certains titres pourtant déjà fortement décotés, sans aucun égard pour les niveaux de valorisation.

Le fonds a baissé de -6.54% depuis le début du mois (sur la VL du jeudi 27 septembre). Soit -8.00% depuis le début de l'année sur la Part C et -7.49% sur la part I. Notre indice de référence est lui en baisse de -1.23% sur le mois de septembre (-1.56% depuis le début de l'année).

ID France est investi sur des valeurs de croissance, mais avant tout sur des valeurs dites « value ». Nous privilégions les valeurs en décalage par rapport à leur valeur d'actif net, en situation de décote par rapport à leurs comparables et au marché dans son ensemble.

Le tableau ci-dessous récapitule les performances du fonds, de son indice de référence et de ses deux composantes sur différentes périodes (arrêtées à la VL du jeudi 27 septembre). Nous les avons calculées en performances nettes, c'est-à-dire en intégrant les dividendes afin d'avoir une photo la plus fidèle possible de la performance obtenue par l'investisseur. Nous avons également ajouté le CAC 40 afin de mesurer les performances des grosses capitalisations sur ces courtes et longues périodes.

	MtD	YtD	1 an	3 ans	Annualisée	5 ans	Annualisée
ID France Smidaps	- 6.54%	- 8.00%	- 6.78%	+ 67.96%	+ 18.92%	+ 150.88%	+ 20.27%
Cac Mid & Small	- 1.23%	- 1.56%	- 0.66%	+ 45.57%	+ 13.37%	+ 86.96%	+ 13.38%
Cac Small	- 2.84%	- 5.05%	- 3.77%	+ 42.32%	+ 12.52%	+ 99.38%	+ 14.85%
Cac Mid	- 0.92%	- 0.22%	+ 0.69%	+ 49.96%	+ 14.50%	+ 92.34%	+ 14.01%
Cac 40	+ 2.61%	+ 7.17%	+ 7.16%	+ 38.00%	+ 11.37%	+ 56.18%	+ 9.36%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

b. Historique des baisses du fonds et du délai de recouvrement

Le segment des « small et mid caps » surperforme sur la durée, mais peut traverser des périodes plus tendues à court terme. Nous sommes dans le troisième plus mauvais mois historique du fonds. Avant cela, nous avons connu une baisse de -7.05% en mai 2010 et une autre de -12.23% en août 2011.

Ci-dessous le récapitulatif des performances du fonds depuis lancement.

Année	Jan.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Perf.
2010	2,94	-0,44	6,95	2,03	-7,05	1,96	4,77	-1,31	6,45	4,82	-1,16	3,98	25,67
2011	4,86	1,87	1,14	5,31	0,52	-1,46	-4,04	-12,23	-3,64	0,42	-5,35	0,40	-12,71
2012	5,86	5,08	3,53	-4,73	-4,38	1,71	1,00	3,42	0,82	-0,79	2,47	3,24	17,92
2013	7,47	1,31	-1,49	-0,73	4,12	-0,35	4,50	2,06	5,23	4,94	4,16	2,49	38,90
2014	5,52	6,57	1,81	0,86	1,10	-1,04	-3,59	0,24	-2,14	-3,50	3,74	0,59	10,04
2015	4,17	7,11	1,54	1,50	3,20	-1,40	8,41	-3,11	-0,74	5,57	4,28	2,65	37,86
2016	-3,23	0,51	3,51	2,56	3,50	-1,15	3,98	1,41	3,81	1,71	0,59	7,22	26,86
2017	2,60	2,23	3,98	1,70	8,51	1,07	0,24	-0,37	3,31	0,50	-1,34	2,19	27,17
2018	4,86	-0,31	-3,55	3,18	-1,25	-2,28	-2,18	0,26	-6,54				-8,00

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Analyse des baisses historiques du fonds.

Nous commençons à calculer une baisse historique (« drawdown ») dès lors que nous passons sous la plus haute valorisation calculée du fonds. Nous mesurons le point le plus bas dans cette baisse (colonne « % »). Nous évaluons alors la durée en mois que nous avons mise pour aller toucher ce point bas (colonne « Baisse »), puis le temps nécessaire pour revenir au point initial (« Recouvrement »).

Nous avons également renseigné dans le tableau récapitulatif les dates d'entrée et de sortie de ces périodes. Celle que nous traversons rentre dans les plus fortes baisses du fonds depuis sa création en décembre 2009.

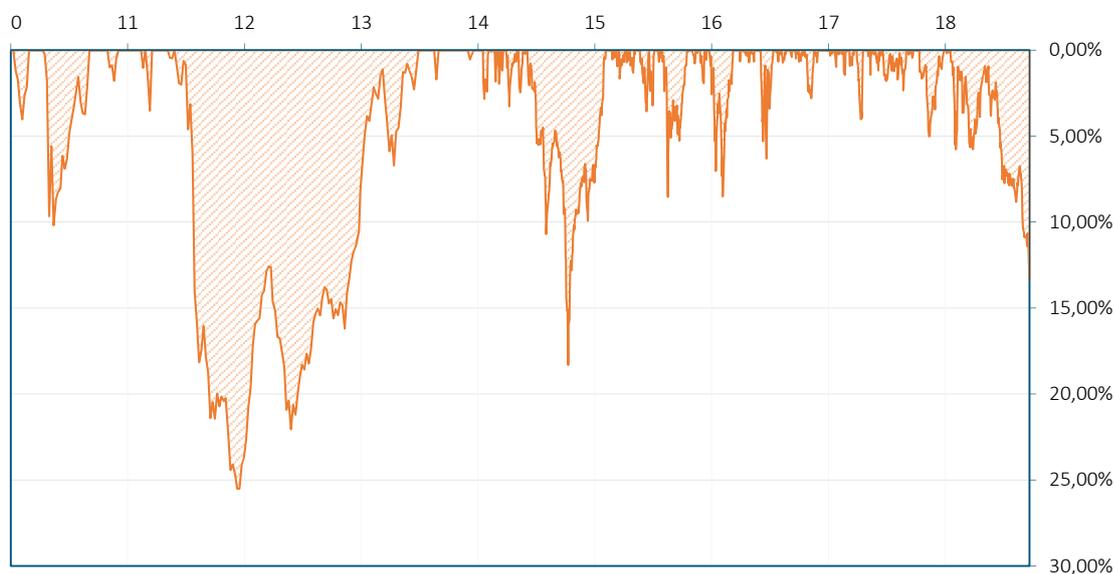
Ce n'est pas la plus forte en intensité, mais la plus longue en durée.

(Les durées de baisse et de recouvrement sont exprimées en mois).

%	Baisse	Recouvrement	Entrée	Sortie
- 25,51%	6,53	18,90	03/06/2011	05/07/2013
- 18,31%	4,27	3,93	10/06/2014	11/02/2015
- 13,30%	8,30		23/01/2018	En cours
- 10,19%	1,17	3,97	16/04/2010	17/09/2010
- 8,53%	0,63	2,00	05/08/2015	23/10/2015
- 8,51%	1,40	1,17	31/12/2015	17/03/2016
- 6,31%	0,67	0,73	07/06/2016	19/07/2016
- 5,01%	1,00	1,57	18/10/2017	03/01/2018
- 4,02%	0,93	0,70	15/01/2010	05/03/2010

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Ci-après, la sortie graphique de ces baisses historiques.



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

2. Structure du fonds vs indice

a. Performances au sein de l'indice

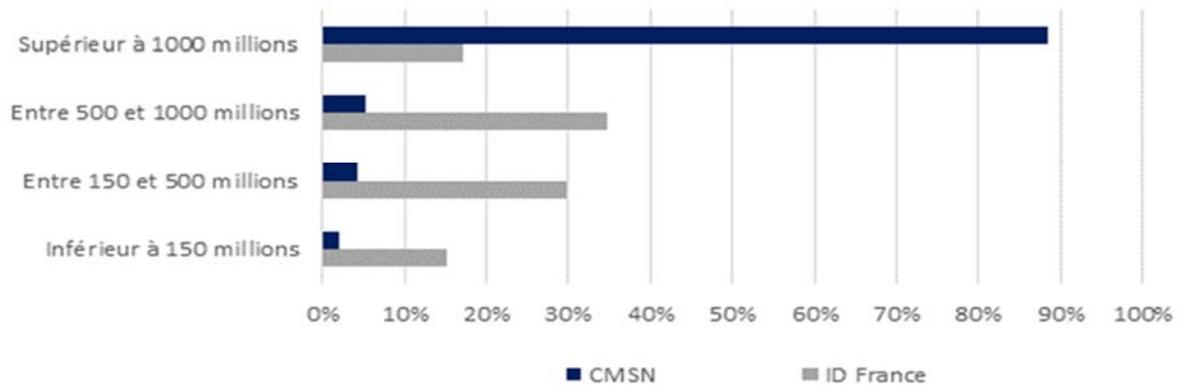
Nous sous-performons notre indice de référence (CMSN Index) qui baisse de -1.56% depuis le début de l'année contre -8.00% pour notre fonds. Depuis le 4 juillet, nous avons baissé de -6.25%. L'indice a lui performé de +0.22% depuis cette date.

Il y a trois explications à cela : structurelles, micro-économiques, macro-économiques.

b. Explications structurelles : Les expositions sectorielles et capitalistiques (point sur la liquidité).

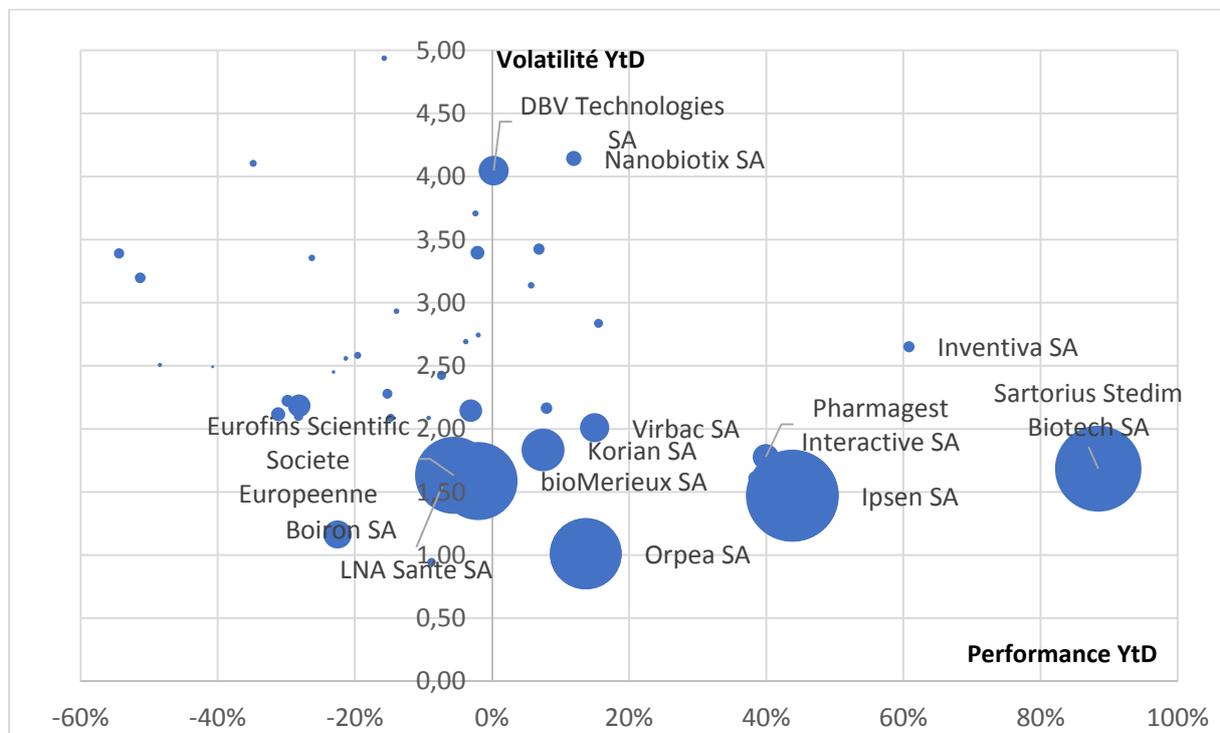
Le fonds ID France Smidcaps a en portefeuille une capitalisation moyenne de 1041M€ et médiane de 424M€. Le CMSN (composé de 257 valeurs) a lui une moyenne à 1357M€ et une médiane à 245M€. Le fort intérêt pour les capitalisations moyennes a largement contribué à créer cet écart entre notre indice de référence et ID France Smidcaps dans la mesure où nous sommes sous-investis par rapport à notre indice en capitalisations boursières dites « moyennes ».

Pondération par taille de capitalisation



Nous constatons que certaines valeurs ont très fortement contribué à la croissance de notre indice. Par exemple Sartorius, fournisseur international d'équipements pharmaceutiques et de laboratoires, qui réalise une performance de +98% depuis le début de l'année. Cela représente une hausse de 1.70% dans l'indice. Avec une capitalisation de 11 milliards d'euros et des multiples de valorisation selon nous excessifs (PER de plus de 30 en début d'année), Sartorius est le type de dossier dont nous restons à l'écart car il ne rentre pas dans la stratégie du fonds énoncée au début de cette note.

Nous avons procédé à un recouplement secteur par secteur de notre indice par la performance depuis le début de l'année, la volatilité et la taille de capitalisation. Voilà ici un exemple de dispersion des performances des sociétés, par secteur et taille de capitalisation (proportionnelles à la dimension des bulles), au sein de notre indice de référence que nous suivons, ici sur le secteur de la santé.



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Il faut garder en tête que si l'indice dans sa globalité ne baisse que de -1.23% (-3.00% hors dividendes) depuis le début de l'année, la médiane de performance des valeurs qui compose le CMSN est de -10%. Dix sociétés, soit 4% du nombre de valeurs qui composent l'indice, comptent pour 25% de la pondération de l'indice du fait de leur taille de capitalisation et des choix d'Euronext, et ces dix valeurs contribuent à hauteur de +7.4% de performance de l'indice depuis le début de l'année ! 32% des valeurs de l'indice seulement ont une performance positive depuis le début de l'année (68% négatives).

L'attrait des investisseurs pour la classe d'actif se confirme dans nos calculs de corrélation que nous allons détailler un peu plus bas, mais il se tourne essentiellement vers des grosses capitalisations de l'indice, même si les anticipations de résultat sont moindres.

La liquidité d'ID France Smidcaps

Nous sommes fréquemment interrogés sur la liquidité de notre portefeuille. Nous profitons de cette lettre pour faire un rapide point sur la liquidité. L'équipondération à 2% reste un objectif clé dans la construction de notre fonds, mais nous adaptons nos objectifs de poids à la liquidité de nos investissements. Nous n'avons pas eu à vendre de titres pour honorer des rachats. Même si nous avons reçu d'importantes souscriptions depuis début juillet, signe d'intérêt et de confiance des investisseurs, nous conservons une poche de liquidité conséquente ainsi que des titres facilement vendables afin de ne pas avoir à déformer notre portefeuille.

c. Explications structurelles : Les corrélations.

Comme nous l'évoquions un peu plus haut, nous suivons les corrélations entre les deux composantes de notre indice de référence afin de mieux comprendre le positionnement des investisseurs.

Le coefficient de corrélation entre la composante mid et la composante small est en moyenne de 82.62% sur les sept dernières années.

Années	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Moyenne
Coefficients de corrélation	89,6%	82,3%	77,2%	80,1%	84,1%	87,1%	77,7%	82,6%	82,62%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Nous avons procédé au calcul mensuel de cette corrélation depuis le début de l'année. Deux points sont ressortis.

Mois	Janv	Fev	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août
Coefficient de corrélation	76,5%	94,5%	81,1%	79,8%	79,2%	79,8%	60,3%	82,1%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Les mois de février et juillet ont eu des comportements écartés de la moyenne historiques.

Février a été un mois de forte corrélation pour les composantes mid et small de l'indice CMSN (en baisse de 3.28% sur la période) tandis que le mois de juillet, marqué par les publications pour le premier semestre, a connu une toute autre configuration. Une composante « mid » à l'équilibre sur le mois (+0.21%) contre une baisse de la partie « small caps » (- 1.41%). Cela souligne selon nous un regain

d'intérêt de la part des investisseurs, mais surtout sur la partie la plus liquide de l'indice : les moyennes capitalisations. Ce mouvement concerne les investisseurs nationaux certes, mais de plus en plus d'investisseurs étrangers. Nos différents échanges valident cette tendance. La perception de la France de la part des investisseurs étrangers est bonne. Leurs investissements sont essentiellement dirigés vers les valeurs les moins risquées en termes de liquidité : les moyennes capitalisations.

Or notre portefeuille est surtout **investi en petites capitalisations**. Nous en avons souffert, mais nous mesurons dans nos investissements un potentiel moyen d'appréciation que nous n'avons pas eu depuis très longtemps.

Dans un environnement incertain, nous sommes évidemment plus à l'aise avec un portefeuille composé de sociétés fortement décotées que de sociétés ayant dépassé leurs objectifs de cours.

Qu'est ce qui nous a coûté dans le fonds en relatif et en absolu ?

Cette saison des résultats a été particulièrement tendue. Une baisse de -10% sur un titre en une séance n'a pas été une exception. Nous pouvons ici donner quelques exemples, isolés et sectoriels.

Trigano : -25.30% sur le mois de septembre.

Suite au rachat de Hymer par Thor Industries, Trigano a perdu 8.96% le 19 septembre. L'environnement concurrentiel de Trigano s'est de fait intensifié et le groupe français a vu son principal concurrent, qui était en perte de parts de marché, retrouver d'importantes capacités de production. Les multiples de transactions étaient certes en dessous des multiples de valorisation de Trigano, mais le décalage de chiffre d'affaire anticipé lors de la dernière publication par Trigano ainsi que d'autres synergies avec Adria devaient se matérialiser. Par ailleurs, peu de changements stratégiques en Europe sont à prévoir pour le moment. Le titre a perdu 25.3% sur le mois et nous a coûté 0.63% de performance, mais nous avons un fort potentiel d'appréciation sur cet investissement.

Les Entreprises de Services Numériques (ESN) ont elles aussi souffert. Pour n'en citer que deux : Groupe Open (-18.08%) et Infotel (-16.08%). Toujours les mêmes sujets qui reviennent pour ces acteurs incontournables dans la digitalisation des entreprises. Les niveaux de trésorerie et de rentabilité sont bons et les prévisions prometteuses. Cependant les tensions au niveau des ressources humaines continuent : les sociétés ont du mal à retenir leurs talents. Les sanctions sont aussi fortes qu'immédiates. Elles nous ont coûté 1.47% de performance en septembre.

Autre contributeur négatif : les équipementiers automobiles.

Le secteur est historiquement très corrélé à la macroéconomie, et plus spécifiquement en ce moment aux annonces de l'administration américaine. Les tensions sur les échanges commerciaux ont largement impacté ce segment des smalls et mid caps, maintenant très fortement décoté. L'annonce de

Continental le 22 août (baisse des prévisions annuelles de chiffre d'affaire et de marge suite aux anticipations de revenus plus faibles que prévu et des coûts plus élevés dans le développement des voitures hybrides et électriques) a marqué un coup d'arrêt dans le léger rebond que les équipementiers avaient amorcé. Un nouveau profit warning de BMW en fin de mois a relancé le mouvement baissier. Nous perdons 1.31% sur les équipementiers. Leurs niveaux de décote sont très forts, mais nous restons toujours positifs sur ce secteur.

3. Quelles sont nos positions aujourd'hui ?

Alignés avec nos principes fondateurs, nous avons plusieurs poches d'investissements, toutes construites sur une valorisation par le biais de multiples de comparables et de DCF.

Une partie construite sur une approche plus « croissance » avec par exemple des valeurs engagées dans la sécurité informatique, le paiement et les flux de données. Comme Inside Secure, Ingenico ou 2CRSI (IPO à laquelle nous avons participé cette année).

Une autre partie plus « value ». Nous évoquons tout à l'heure des équipementiers auto et équipementiers en général. Nous pouvons ici citer Delfingen, Plastivaloire, Akwel, Actia. Les niveaux de décote sont parfois à des niveaux historiquement bas.

Conclusion

Nous avons traversé d'autres moments difficiles sur notre fonds. Les périodes de sous-performance existent sur ce segment parfois très volatile, mais toujours porteur à moyen et long terme. La structure de gestion reste toujours la même depuis la création du fonds : un **partenariat avec une équipe d'analyse dédiée** (ID Midcaps, bureau d'étude spécialisé sur les small et mid cap françaises créé en 2000 qui réalise 1000 rencontres et visites de société par an). Cette **externalisation de la recherche** nous permet de garder notre approche très pragmatique de gestion du portefeuille. La philosophie est elle aussi inchangée. Pour rappel, **nous n'investissons pas sur les valeurs biotechnologiques, ni sur les foncières immobilières**. Nous gardons une **approche équilibrée** afin de limiter les pertes sur un titre en cas de fort décalage. L'objectif de poids est de 2% par ligne. Nous l'adaptions à la liquidité et au potentiel de chaque titre. Nous avons **un objectif de cours pour chaque valeur** entrée en portefeuille, ce qui nous permet de mesurer le potentiel global du portefeuille (mentionné plus haut dans cette note), et de sortir au fur et à mesure de notre investissement.

Nous vous remercions pour la confiance que nous vous témoignons et restons à votre disposition pour toutes questions.

Marc Réveillard

contact@twentyfirstcapital.com

Principaux risques associés au produit : risque de capital et de performance, risque actions, risque petites capitalisations, risque de liquidité, risque de concentration, risque inhérent à la gestion discrétionnaire dont les descriptifs figurent dans le prospectus de l'OPCVM. La liste des facteurs de risques ci-avant ne prétend pas être exhaustive et l'investisseur est invité à consulter le prospectus pour prendre connaissance de manière détaillée des risques auxquels l'OPCVM est exposé. Cet OPCVM n'offre aucune garantie de rendement. Le produit présente un risque de perte en capital. Avertissement : le présent document ne saurait être assimilé à un reporting réglementaire et constitue un document d'information non contractuel. Il n'est pas destiné à être remis à des clients ne possédant pas l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus. Tout détenteur du présent document est invité à se rapprocher de son conseiller habituel pour mesurer les risques liés à l'OPCVM qui y est décrit. Seuls le prospectus de l'OPCVM et ses derniers états financiers (dernier reporting semestriel et dernier reporting annuel) font foi. Le souscripteur reconnaît avoir reçu le prospectus et le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) visés par l'AMF préalablement à son investissement. Les instruments financiers à l'actif de cet OPCVM connaîtront les évolutions et aléas des marchés. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont notamment pas constantes dans le temps. Les données de performances présentées ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus (le cas échéant) lors de l'émission et du rachat des parts ou actions et ne tiennent pas compte des frais fiscaux imposés par le pays de résidence de l'investisseur. Ce document ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription ou du rachat de parts de l'OPCVM. Il est rappelé que le conseiller en investissement n'est pas amené à prendre des décisions pour le compte de l'OPCVM qui relèvent de la compétence et de la responsabilité de la société de gestion. Information sur l'indicateur synthétique de rendement/risque : cet indicateur est fondé sur l'ampleur des variations des sous-jacents. Les données historiques, telles que celles utilisées pour calculer cet indicateur synthétique, pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur de l'OPCVM. La catégorie de risque associée à cet OPCVM n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps. La catégorie la plus faible ne signifie pas « sans risque ». Une possibilité élevée de gain comporte aussi un risque élevé de perte.