

Chers Actionnaires,

Vous trouverez ci-après un court bilan de notre gestion en 2021.






PERFORMANCES 2021



Sur 2021, le fonds X(C) gagne **+32,7%** vs +18,6% pour le CAC Mid & Small NR, son indice de référence.

Il se classe **2^{ème}/72** dans sa catégorie (Quantalys, Actions France petites et moyennes capitalisations).

Classement de la performance au 31/12/2021

	Rang	Quartile
1 an	2 / 72	1 
3 ans	12 / 70	1 
5 ans	16 / 64	1 
8 ans	2 / 54	1 
10 ans	1 / 46	1 

Source: Quantalys

La performance annualisée (nette de frais) est de :

- **+14,1%** depuis 1992
- **+20,3%** sur 10 ans

Au cours des 28 dernières années, la performance annuelle a été positive **24 fois (86% des années)**.

Le portefeuille, investi à près de 100%, a connu une rotation relativement faible pendant l'année. Sur les 45 valeurs qui le composent fin 2021, **29 étaient présentes au 1^{er} janvier (64%)**. Le portefeuille a été principalement investi en actions des secteurs **Services aux entreprises (19%)**, **Bien d'équipement (13%)**, **Services IT/R&D ext. (12%)**, et **Média (11%)**.

La capitalisation moyenne pondérée des sociétés du portefeuille est de **1,65Md€**.

Les contributions les plus fortes à la performance de 2021 sont (par ordre décroissant) :

SII : cotait 25,0€ au 31/12/20, avec un PER 2021^e de 12,6x, un niveau faible au vu de la qualité des fondamentaux de l'entreprise de services numériques, avec un ROCE 2019 de 20% (15% en 2020) et une situation de trésorerie nette confortable. Le groupe a fait de bonnes publications au cours de l'année, qui ont soutenu le titre en 2021 avec une hausse de +93%. C'est toujours la première position du fonds au 31/12/21 avec une pondération de 6,6%. Le PER 2021^e est de 17,3x et le ratio P/CF 2021^e de 11,6x.

REWORLD : cotait 4,13€ fin avril 2021, le mois de son entrée en portefeuille, avec un PER 2021^e de 6,5x. Le titre a progressé de +136% sur l'année pour clôturer à 7,47€. A ce prix, le titre se traite à un PER 2021^e de 10,1x et un ratio P/CF 2021^e de 8,8x.

AUBAY : cotait 34,35€ fin 2020. Le titre se traitait à un PER 2021^e estimé de 14,0x et un ratio P/CF 2021^e de 9,0x, des niveaux faibles pour une ESN. Cette société figure dans le compartiment France depuis janvier 2013 (le titre cotait 5,34€ le 1er février 2013). Au prix de 62,60€ à fin 2021, le titre se traite à un PER 2021^e de 19,3x et un ratio P/CF 2021^e de 15,6x (limite haute pour une valorisation acceptable).

CATANA : cotait 3,45€ au 31/12/20, avec un PER 2021^e de 8,0x et un ratio P/CF 2021^e de 3,0x, pour un ROCE > 30%. Très bonne tenue du marché du nautisme avec des commandes record (« du jamais vu en 30 ans »). Le titre a progressé de +96% en 2021.

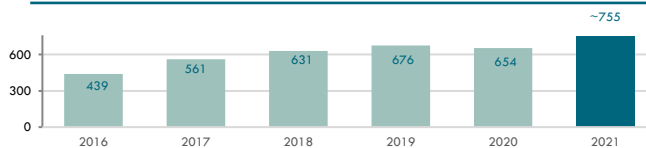
Parmi les principaux contributeurs négatifs en 2021, citons :

AKWEL : le titre a baissé de 5% en 2021. A 24€ le titre se traite sur un PER 2021^e de 10,9x et un ratio P/CF 2021^e de 6,6x. La société est bien gérée et les fondamentaux solides. Pas d'inquiétudes.

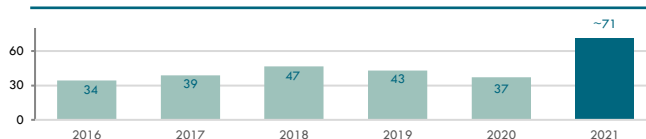
VIEL & CIE : le titre a baissé de 2% en 2021. Au prix de 5,80€ au 31 décembre 2021, l'entreprise est faiblement valorisée, avec une forte décote par rapport à Financière Tradition, un référent du secteur.



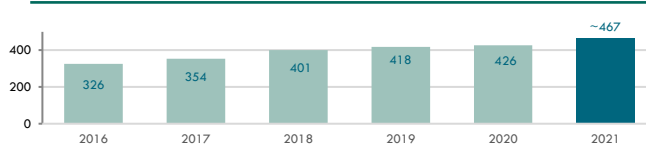
Evolution du Chiffre d'affaires (en millions d'euros)



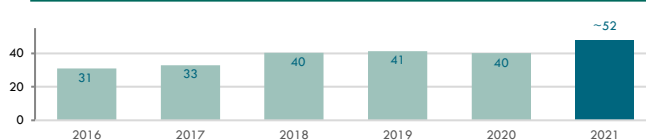
Evolution du Résultat Opérationnel Courant (en millions d'euros)



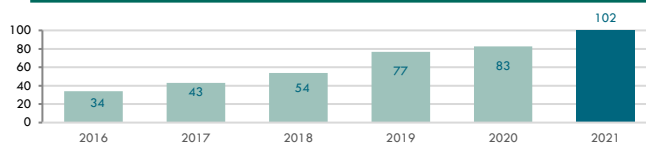
Evolution du Chiffre d'affaires (en millions d'euros)



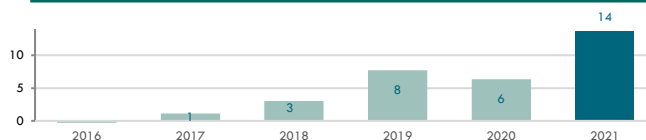
Evolution du Résultat Opérationnel Courant (en millions d'euros)



Evolution du Chiffre d'affaires (en millions d'euros)



Evolution du Résultat Opérationnel Courant (en millions d'euros)



Le fonds progresse de **+47,4%** sur 2021, vs +23.1% pour le STOXX Europe Small ex UK NR, son indice de référence.

Il se classe **1^{er} sur les 168 fonds de sa catégorie** (Quantalys, Actions Europe petites et moyennes capitalisations).

Rang	Fonds	ESG	Societe	Catégorie	Performance 2021	Volatilité 1 an
1	Indépendance & Expansion Eur Small A C	ESG	Indépendance et Expansio	Act. Europe Ptes/Moy Cap	47,39%	11,61%
2	Lazard Investissement Microcaps	ESG	Lazard Frères Gestion	Act. Europe Ptes/Moy Cap	42,76%	8,87%
3	Lonvia Avenir Mid-Cap Europe R EUR Cap		Lonvia Capital	Act. Europe Ptes/Moy Cap	36,87%	17,62%
4	Lonvia Avenir Small Cap Europe R EUR	ESG	Lonvia Capital	Act. Europe Ptes/Moy Cap	36,46%	17,76%
5	Placeuro Orion R EUR Acc		DEN-AM	Act. Europe Ptes/Moy Cap	35,92%	11,30%
6	DNCA Actions Euro PME R		DNCA Finance	Act. Europe Ptes/Moy Cap	34,61%	15,24%
7	Nova Europe ISR A	ESG	Eiffel Investment Group	Act. Europe Ptes/Moy Cap	33,65%	13,23%
8	G Fund Avenir Europe NC EUR	ESG	Groupama	Act. Europe Ptes/Moy Cap	33,55%	18,10%
9	DPAM Invest B Eq Eur SCaps Sus B	ESG	Degroof Petercam	Act. Europe Ptes/Moy Cap	33,00%	12,12%
10	LOF Cont\$ Europe Fam Lead PA EUR C	ESG	Lombard Odier	Act. Europe Ptes/Moy Cap	32,88%	12,78%

Source: Quantalys, Fonds distribués en France dans au moins un contrat d'assurance vie au 31 décembre 2021

Le portefeuille, lui aussi pleinement investi, s'est élargi sur une base stable. Sur 51 valeurs, 29 des 38 lignes présentes à fin 2020 sont encore présentes, soit un taux de conservation de 76%.

D'un point de vue géographique, la part investie en France représente près de 51% des encours. Les Pays nordiques (Danemark, Norvège, Finlande) représentent ~15% des investissements, de même que l'Italie.

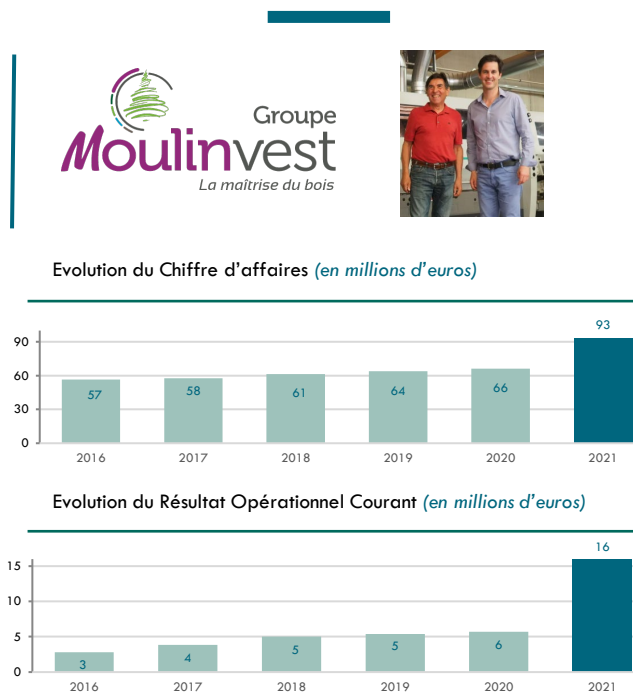
La capitalisation moyenne pondérée est de **620M€**.

Citons trois contributions positives à la performance :

HORNBACH (ALL): société holding dans la construction et le bricolage. Le cours progresse de +68%, porté par le dynamisme du secteur.

MOULINVEST (FRA): cotait 11,70€ au 31/12/20 avec un PER 2021^e proche de 3,6x et un ratio P/CF 2021^e de 1,8x. L'action a progressé de +244% en 2021, soutenue par de bonnes publications. Au prix de 40,30€ au 31/12/21, le titre se traite à un PER 2021^e de 11,2x et un ratio P/CF 2021^e de 5,9x.

SCIUKER FRAMES (IT): activité dans les fenêtres bois & aluminium. Mal valorisée, le titre a bondi de +279% suite à l'annonce du plan gouvernemental italien, qui subventionne le remplacement de fenêtres dans le cadre de la transition énergétique.



En proportion, peu d'investissements ont déçu, la médiane de performance de tous les titres détenus étant de +37% en 2021

Grâce aux ventes des titres les plus chers et à des performances économiques supérieures aux estimations, les fonds offrent à fin 2021 une valorisation inférieure à ce qu'elle était fin 2020 :

<IE FRANCE SMALL

	Prix/Cash-Flow (1)		PER		ROCE	
	IE France	Indice (3)	IE France	Indice	IE France	Indice
2020	10,1	13,4	18,0	51,0	19,5%	7,2%
2021	7,8	11,0	11,3	26,7	20,4%	7,5%

<IE EUROPE SMALL

	Prix/Cash-Flow		PER		ROCE	
	IE Europe	Indice (2)	IE Europe	Indice	IE Europe	Indice
2020	9,0	13,8	15,1	21,5	24,9%	n.a.
2021	8,2	11,4	12,8	23,3	29,5%	n.a.

(1) Prix / Cash-Flow = prix-sur-autofinancement

(2) ROCE = Rentabilité des capitaux engagés (avant impôt sur les sociétés)

(3) IE France Small : CAC Mid & Small NR ; IE Europe Small : STOXX Europe small ex-UK NR

En 2021, nous avons maintenu des échanges nourris avec les sociétés investies ou étudiées, et organisé plus de 500 rencontres avec leurs dirigeants.

Indépendance et Expansion AM a par ailleurs poursuivi son développement avec le succès du lancement du fonds fermé **IE Family Value**. Nous avons renforcé les équipes avec l'arrivée de Charles de Sivry, auparavant gérant chez Montbleu Finance.

Et 2022 ?

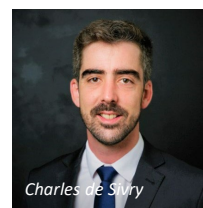
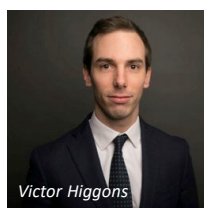
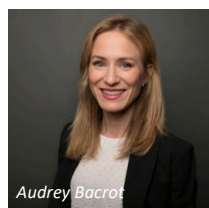
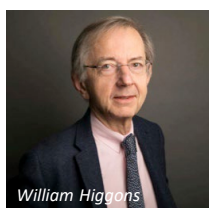
"I always avoid prophesying beforehand, because it is a much better policy to prophesy after the event has already taken place" (1)

Winston CHURCHILL

Toute l'équipe vous souhaite une heureuse et prospère année 2022.

Fidèlement,

L'équipe de gestion



(1) « J'évite toujours de prophétiser à l'avance, car c'est une bien meilleure politique de prophétiser après que l'événement ait eu lieu »