

Lettre Trimestrielle - Automne 2025

Éditorial – L'or : pilier de performance dans un monde incertain ?

Actif universel, valeur refuge par excellence et protection reconnue contre l'inflation, l'or fascine autant qu'il rassure. Alors que le métal jaune atteint des sommets historiques, il est naturel de s'interroger : quels sont les moteurs de cette hausse ? Est-il encore temps d'en profiter ? Ou au contraire faut-il réduire ses positions ? Tentons ensemble d'y voir plus clair.

01 – Le parcours de l'or

Après une période de plus de 10 ans de stagnation autour de 400 dollars l'once durant les années 1990, l'or a entamé une tendance haussière au début des années 2000, **propulsé par l'incertitude économique**. Il atteint un sommet autour de 2 000\$ en 2011, dans le sillage des crises financières de 2008 (faillite de Lehman Brothers) et de 2011 (crise Grecque). Puis l'or s'est à nouveau « endormi » pendant plus de 10 ans autour de 1 250 \$ l'once, pour se réveiller fin 2023 et doubler en deux ans, au point de dépasser les 4 000 \$ l'once en octobre 2025. (cf. figure 1 ci-contre)

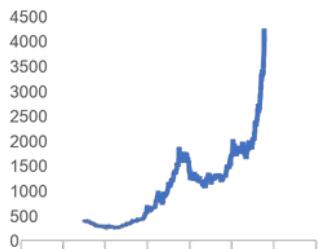


Figure 1 : Evolution de l'or sur 30 ans.
Source : Bloomberg, Montaigne Capital.



02 – Sur quel équilibre le prix de l'or est-il fixé ?

Loin d'être une simple « relique barbare », l'or est un actif dont le prix est naturellement dicté par l'équilibre entre l'offre et la demande. Cependant, ses moteurs d'offre et de demande sont spécifiques, et en font un instrument souvent décorrélé des actions et des obligations :

1/ L'offre d'or est relativement contrainte et stable, partagée entre :

- **La production minière (P)** qui constitue l'essentiel de l'offre et qui est relativement prévisible, dans la mesure où les sociétés minières mettent plusieurs années à transformer la découverte d'un gisement en site productif ;
- **Le recyclage (R)** qui s'est développé parallèlement à la hausse de l'or, mais dont les volumes restent relativement marginaux.

2/ La demande en or est en revanche multiple et dynamique. Elle se divise en trois grands segments

- **La demande industrielle (I)** : Elle inclut en particulier la joaillerie, l'industrie électronique et le secteur dentaire. Bien que significative, cette demande est relativement stable et moins volatile que les autres composantes. La demande s'ajuste également en fonction des cours de l'or : lorsque l'or est trop haut, il peut être plus intéressant pour les industriels d'utiliser des matériaux alternatifs, et la demande industrielle d'or peut alors baisser.
- **La demande d'investissement (E)** : C'est l'un des moteurs les plus réactifs des cours. Elle prend la forme d'achats physiques (lingots, pièces) ou, de plus en plus, d'achats "papier" via des ETF (Exchange-Traded Funds). Ces fonds, qui répliquent la performance de l'or, permettent aux investisseurs d'acheter et de vendre de l'or aussi facilement qu'une action, influençant fortement les prix à court et moyen terme.
- **Les Banques Centrales (B)** : Elles détiennent de l'or comme actif de réserve stratégique au sein de leurs bilans. Leurs décisions d'achat ou de vente sont significatives en volume mais répondent à des logiques de long terme.

Budget 2026 : À quelle sauce les épargnants français vont-ils être mangés ?

Les débats sur le projet de loi de finances 2026 sont vifs à l'Assemblée Nationale. Bien que le texte final ne soit pas encore voté et reste largement sujet à modifications, la fiscalité du patrimoine devrait être alourdie.

Une mesure emblématique est le remplacement de l'IFI immobilier par l'**« Impôt sur la Fortune Improductive »** (IFI également), voté par les députés contre l'avis du gouvernement. Tout en gardant le seuil de déclenchement de 1,3 million d'euros d'actifs soumis, il élargirait, s'il est maintenu dans la loi, l'assiette taxable aux actifs dits « improductifs » (yachts, art, cryptomonnaies, etc.) et, point très débattu, aux fonds en euros de l'assurance-vie.

Parallèlement, sont envisagés :

- Gel des barèmes et des abattements jusqu'en 2028 ;
- Durcissement de l'**« exit tax »** (en cas de départ de France) ;
- Housse potentielle de la "flat tax" (PFU) et des prélèvements sociaux (de 17,2 % à 18,6 %).

Nous ne manquerons bien entendu pas de vous tenir informés début 2026 des mesures finalement adoptées.



03 - Pourquoi l'or a-t-il tant monté récemment ?

Le graphique ci-dessous (figure 2) illustre l'équilibre (ou le déséquilibre) du marché de l'or par trimestre depuis 5 ans. Les barres au-dessus de zéro représentent l'offre ; les barres en dessous de zéro représentent la demande. La performance récente de l'or a été soutenue par différents facteurs : on observe, à partir de 2022, une hausse significative de la demande de la part des Banques Centrales, ainsi qu'une croissance de la demande d'or « investissement » – tandis que l'offre est restée stable.

En effet, les Banques Centrales ont relancé leurs achats d'or dans les trimestres qui ont suivi l'invasion de l'Ukraine. Début 2022, les pays occidentaux ont gelé des centaines de milliards de dollars et d'euros appartenant à la Banque Centrale de Russie. Pour de nombreux pays (en particulier les économies émergentes et « non alignées » sur l'Occident), cela a été l'occasion de réaliser que leurs réserves financières, si elles étaient majoritairement en dollars ou en euros, pouvaient être "gelées" du jour au lendemain en cas de conflit géopolitique, au bon vouloir de l'émetteur de ces devises.

Dans ce contexte l'or physique présente un avantage précieux : s'il est stocké physiquement dans les coffres de la Banque Centrale (sur son propre territoire), aucune autre nation ne peut le geler ou en empêcher l'accès. C'est aussi un actif neutre, sans risque de contrepartie, qui est presque **universellement accepté**. Pour les Banques Centrales des pays non alignés, l'or est donc l'actif privilégié de diversification face à la "militarisation" du dollar ou de l'euro (leur utilisation comme outil de sanction). On observe ainsi que les gros acheteurs d'or récents sont des pays comme la Chine, la Pologne, la Turquie, l'Inde ou Singapour, qui cherchent tous à renforcer leur souveraineté monétaire.

Cette hausse de la demande des Banques Centrales a amorcé une hausse des cours de l'or, qui a elle-même ravivé l'intérêt des investisseurs pour le métal jaune, créant une nouvelle poussée de la demande. L'or présente en effet deux qualités essentielles pour un investisseur :

- Son évolution est relativement décorrélée de celle des actions et des obligations : l'or est donc un actif **diversifiant**, qui réduit la volatilité (le risque) d'un portefeuille ;
- **Il protège contre l'inflation.**

Dans le contexte de conflit en Europe et de forte inflation (crise de l'énergie de 2022/2023), il est raisonnable pour un investisseur de s'intéresser à l'or – si, en plus, la dynamique des cours est haussière, l'or devient un support d'investissement recherché.

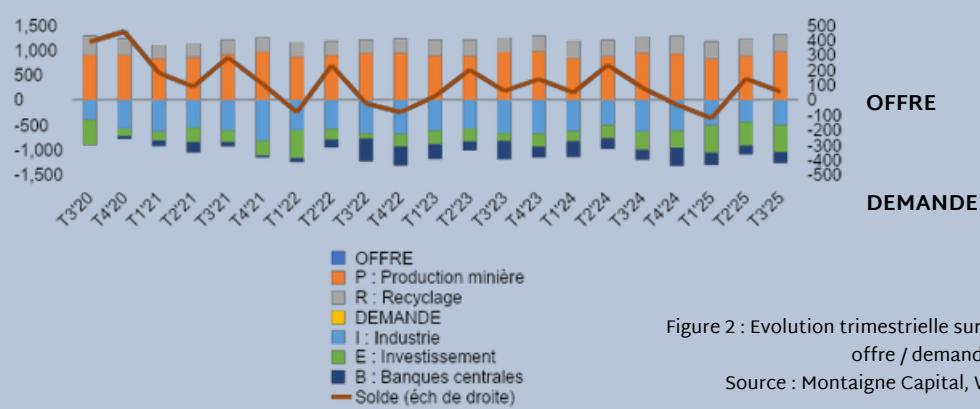


Figure 2 : Evolution trimestrielle sur 5 ans de l'équilibre offre / demande en or, en tonnes.
Source : Montaigne Capital, World Gold Council.

04 - Est-il encore temps d'investir en or ?

Après la hausse, on peut se demander s'il est encore temps d'acheter de l'or, ou si, à l'inverse, il devient pertinent d'en vendre. De notre point de vue, l'or est un excellent actif de diversification, nous recommandons d'en détenir, pour une petite proportion de son patrimoine, comme « prime d'assurance » contre des crises. Il ne s'agit cependant pas d'un actif productif, nous déconseillons donc d'en détenir de grandes quantités. La hausse récente peut donc être l'occasion d'une prise de bénéfices partielle pour revenir à un pourcentage de détention plus normatif. Même si de notre point de vue le mouvement haussier peut tout à fait durer, surtout si l'instabilité géopolitique perdure. L'expérience du passé montre que les mouvements haussiers de l'or sont généralement suivis d'une consolidation, afin que l'offre et la demande atteignent un nouvel équilibre.

Pour des investisseurs qui ne seraient pas encore positionnés sur l'or, une alternative intéressante peut être d'investir en actions de **mines d'or**. Ces dernières sont en effet des actifs productifs, et leur cycle est généralement légèrement décalé par rapport au cycle de l'or. Elles offrent de plus un **effet de levier**, qui leur confère un potentiel de gain supérieur en période de hausse, mais présentent également un risque de perte plus important si le cours du métal jaune venait à chuter.

ID Logistics : un futur leader de la logistique contractuelle

La société s'est positionnée dès sa création dans la **logistique contractuelle** : elle gère l'intégralité des flux logistiques de ses clients, de la gestion des stocks à la livraison finale, en travaillant à livre ouvert avec eux.



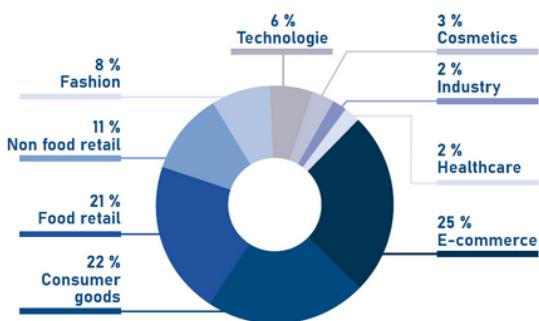
Les contrats sont souscrits pour une durée d'environ 5 ans, très souvent renouvelés. Une première phase de croissance a été réalisée en partenariat avec des distributeurs alimentaires français : Carrefour, Intermarché et Système U, qui lui ont permis de franchir les frontières. Puis le développement s'est effectué de proche en proche auprès de grands industriels. Danone leur a, par exemple, permis d'ouvrir les portes de la Chine.

En 2010, le chiffre d'affaires atteint 386 millions d'euros pour un résultat opérationnel de 12,5 millions d'euros avec 7 000 collaborateurs. La société gère 91 sites de 22 000 mètres carrés en moyenne. La société s'introduit alors en Bourse avec une augmentation de capital de €28,7 millions d'euros au prix de 21€, ce qui valorisait l'entreprise à €451 millions.

L'objectif de cette augmentation de capital était de financer des rachats de sociétés, principalement à l'international, en profitant de deux leviers : l'essor du commerce en ligne et le mouvement d'externalisation de la gestion des entrepôts logistiques.

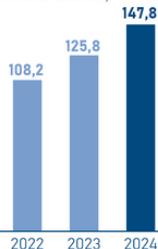
RÉPARTITION DU CHIFFRE D'AFFAIRES

% chiffre d'affaires 2024



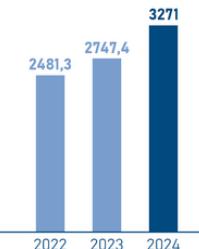
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT

(en millions d'euros)



CHIFFRE D'AFFAIRES

(en millions d'euros)



Le succès est fulgurant : en 2024 la chiffre d'affaires atteint €3,3 milliards d'euros pour une valeur boursière de €2,6 milliards. La société gère 450 sites et dégage une rentabilité opérationnelle avant impôts de l'ordre de 3,5 %. Les deux dernières acquisitions stratégiques, Kane Logistics aux USA et Spedimex en Pologne, réalisées en 2022 et 2023 ont permis à la société de franchir un nouveau cap. ID Logistics est devenu très récemment un fournisseur très apprécié d'Amazon ce qui lui ouvre de nombreuses portes aux Etats-Unis. Une acquisition en Pologne complète leur palette avec la mode, Zara, secteur dans lequel elle n'était pas présente.

Et si le e-commerce progresse maintenant à peine plus vite que le taux de croissance, la propension des industriels à sous-traiter la gestion des entrepôts est toujours là. La taille du groupe est encore relativement modeste (10ème mondial avec une part de marché de 1,1 %), ce qui lui offre encore des **perspectives de développement favorables**.

Le fondateur, Eric Hemar, 62 ans, a réalisé un parcours sans faute, sortant rapidement des pays quand il jugeait que le développement était trop difficile (Russie et Chine) et s'engageant dans de nouvelles géographies avec un partenaire commercial historique dont il avait préalablement acquis la confiance. Il a su créer une véritable équipe de management avec 40 cadres dirigeants rémunérés à la performance en actions de la société.

Au final c'est un chef d'entreprise remarquable, humble, visionnaire, réactif, bâtisseur et dont les intérêts sont alignés avec ceux des actionnaires, puisqu'il détient, avec ses collaborateurs, la majorité du capital de l'entreprise.

Cette belle réussite a un prix : au cours actuel d'environ 375€, la société est valorisée €2,5 milliards soit 24 fois son résultat avant impôts. C'est 30 % de plus que ses principaux concurrents dont l'américain GXO qui est pourtant 4 fois plus gros mais qui affiche une croissance beaucoup plus ordinaire. Ce niveau est **objectivement cher** car les éventuels gains de productivité liés à l'automatisation des entrepôts profiteraient aux clients autant qu'à l'opérateur, ce qui rend le niveau de marge de 3,5 % relativement normatif. C'est le prix de la croissance d'une société de grande qualité d'exécution. Elle a réellement changé de dimension en 2023 avec un début de conquête en Amérique du Nord très réussi. Les opportunités de croissance interne (historiquement 65 % du développement) et externes (35 %) sont encore bien réelles. Plus vraiment en France où la société détient déjà 10 % de parts de marché mais surtout aux USA et au Canada. Nous en détenons 1,4% dans le fonds MC Spécial.

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel.



MONTAIGNE CAPITAL

3

La gamme d'OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciens, de sorte à minimiser les coûts induits.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	9M 2025	2024	2023	2022	2021	2020
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	-4,64 % (+13,33 %)	+3,71 % (+19,89 %)	+18,93 % (+20,96 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	-7,05 % (+2,98 %)	-0,66 % (+4,00 %)	+11,96 % (+4,00 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+0,25 % (+3,65 %)	+4,64 % (+6,44 %)	+4,52 % (+5,90 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	+57,48 % (+110,27 %)	+12,67 % (+15,55 %)	+6,53 % (+8,34 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34%)
MC Spécial I (CAC Small net*)	FR0007036397	Actions	+2,63 % (+53,38 %)	+0,53 % (+0,17 %)	+10,26 % (+19,26 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)

Note : performances nettes de frais au 30 septembre 2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis. * À compter du 1er janvier 2025, le CAC Small net devient l'indicateur de référence du fonds MC Spécial, en remplacement du CAC 40 net.

Commentaire trimestriel

Le troisième trimestre 2025 a été marqué par un climat plus favorable, malgré des incertitudes persistantes autour des politiques américaines et des tensions commerciales. Les Banques centrales ont amorcé un tournant plus accommodant : la Fed a initié son cycle de baisse des taux face aux signes d'essoufflement de l'économie américaine et au ralentissement du marché du travail, tandis que la BCE poursuivait ses ajustements dans un contexte d'inflation maîtrisée.

Le **marché obligataire** a été soutenu par la détente des taux longs, avec un repli des rendements américains et européens sous l'effet des anticipations d'assouplissement monétaire. En France, l'apaisement politique après le rejet des motions de censure a réduit une partie de l'incertitude, mais la situation budgétaire demeure un point d'attention pour les investisseurs. Globalement, les obligations souveraines ont progressé tandis que les spreads crédit sont restés contenus malgré des valorisations déjà tendues.

Les **marchés actions** ont globalement progressé au troisième trimestre, portés par de bons résultats d'entreprises et par l'apaisement des tensions commerciales. Les États-Unis ont continué d'avancer grâce à la résilience des bénéfices, tandis que la zone euro a progressé plus modestement dans un contexte industriel faible. Le Japon s'est distingué avec de nouveaux records boursiers liés au contexte politique, et les marchés émergents ont également avancé dans un environnement commercial plus stable.

Sur le **marché des changes**, le dollar a regagné un peu de terrain après sa forte baisse du début d'année, tandis que l'euro est resté stable. Le yen est resté volatil dans l'attente des décisions de la Banque du Japon, et les principales devises émergentes sont demeurées globalement stables.

Les **matières premières** ont connu des évolutions divergentes : l'or a continué de progresser, tandis que le pétrole a reculé en raison de stocks plus élevés et d'un affaiblissement de la demande mondiale. Les autres matières premières ont affiché des mouvements hétérogènes, reflétant la faiblesse persistante du cycle industriel.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site internet de la société ou sur simple demande. Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent ni une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.



MONTAIGNE CAPITAL

4