

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar
Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Note qualitative Morningstar™



► **Elite**
Supérieur
Standard
Inférieur
Déficient

Thomas Lancereau, CFA
Analyste Morningstar

Synthèse

Equipe: Edouard Carmignac a plus de 35 ans d'expérience et co-gère le fonds avec Rose Ouahba qui a 11 ans d'expérience dans la gestion obligataire.

Société: La culture d'investissement de Carmignac Gestion est très solide mais nous l'apprécions encore plus si les frais étaient moins élevés.

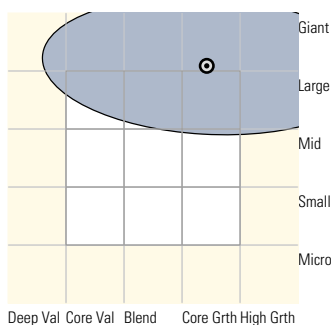
Processus d'Investissement: Le fonds est géré de façon opportuniste. L'approche intègre une forte dimension macroéconomique et l'exposition aux actions est limitée à 50%.

Performance: L'historique de performance du fonds est excellent.

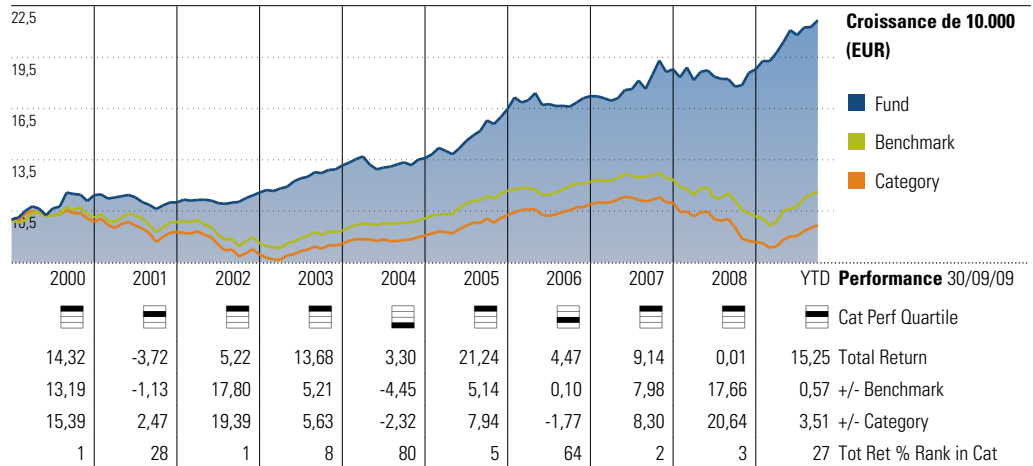
Frais de Gestion: Le total des frais sur encours est supérieur à la médiane de la catégorie.

Rôle dans le portefeuille: Le fonds peut être utilisé en cœur de portefeuille.

Morningstar Style Box: Ownership Zone



● Centroid = weighted average of stock holdings
● Zone = 75% of fund's stock holdings
(as of 31/08/09)



Opinion Morningstar

20 oct. 2009 | Ce fonds d'allocation équilibré figure parmi nos favoris.

Le fonds bénéficie en premier lieu de la solide expérience de son gérant vedette, Edouard Carmignac. Rose Ouahba co-gère le fonds et est responsable de la partie obligataire. Elle dispose de 11 ans d'expérience dans ce domaine, et tous deux s'appuient sur les meilleures idées d'une solide équipe de gérants et d'analystes, encore récemment renforcée par le recrutement d'un analyste expérimenté sur le secteur des financières. Cependant, conscients de la taille importante du fonds, ils ne sélectionnent que les titres dont la liquidité est suffisante. Ceci se traduit pour la poche actions par un positionnement dans le segment des grandes capitalisations de la Morningstar Style Box, tandis que sur la partie obligataire, le portefeuille est diversifié sur plus de cent émetteurs.

Le fonds poursuit un objectif clair de maximisation de la performance absolue sur le long terme. Tant l'allocation d'actifs entre actions, obligations, et liquidités que la sélection de titres au sein de chaque segment intègrent une forte dimension « top down ». La stratégie repose en effet sur l'identification, généralement en amont et pas nécessairement dans l'air du temps, de thématiques d'investissement porteuses de croissance à moyen et long terme. Le positionnement du portefeuille traduit les fortes convictions de l'équipe (banques anglo-saxonnes, matières premières, marché émergents pour la partie actions/emprunts privés et obligations américaines indexées sur l'inflation sur la poche obligataire).

Un autre facteur qui contribue à distinguer cette offre réside dans le recours aux politiques de couverture et à la gestion des liquidités pour atténuer les chocs de marché. Celles-ci sont gérées activement. Le fonds ne peut investir plus de 50% de ses actifs en actions mais l'exposition nette au marché peut tomber à zéro comme ce fut le cas fin 2008. Cette grande flexibilité par rapport aux offres concurrentes - la plupart des autres fonds de la catégorie ont une exposition minimum aux actions - est utilisée à très bon escient. Le fonds offre une résistance remarquable en cas de marché baissier. En contrepartie, l'investisseur doit accepter le risque de sous-performance en cas de rebond de court terme non anticipé par les gérants. Le fonds se destine donc plutôt à des investisseurs de long terme avec un profil de risque modéré.

Les frais raisonnables sont assortis d'une commission de surperformance qui aligne l'intérêt des investisseurs avec ceux du gérant. Ce n'est malheureusement pas le cas des commissions de mouvement également prélevées, qui viennent gonfler le total des frais sur encours. Malgré ce handicap, le fonds a bâti un excellent historique de performance et se classe invariablement dans le premier décile de la catégorie sur trois, cinq et dix ans à fin septembre 2009.

Compte tenu des encours sous gestion, il serait raisonnable de partager avec les investisseurs une partie des économies d'échelle réalisées. Néanmoins, nous considérons que l'expérience de l'équipe et la solidité de l'approche poursuivie font de cette offre une des meilleures, et maintenons sa note « Elite ».

Catégorie Morningstar™	Mixtes EUR Equilibrés
Catégorie AMF	Diversifiés
Benchmark du fonds	50% Citi WGBI All Maturities EUR, 50% MSCI AC World EUR
Date de Lancement	07/11/1989

ISIN	FR0010135103
Domicile	France
Statut	FCP
Devise du fonds	EUR
Actif net total	EUR 13181,23 Mil

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Gérant(e)	Edouard Carmignac, Rose Ouahba
Depuis	07/11/89
Années sur ce fonds (moyenne)	11,23
Années moyennes d'expérience	23
Années sur ce fonds (max)	19,97

Autres fonds gérés
Carmignac Investissement (E. Carmignac),
Carmignac Sécurité (R. Ouahba)

Nombre d'analystes 4

Société de gestion
Carmignac Gestion

Actifs sous gestion EUR 27 Mds

Nombre de titres	140-160
Position maximale	7%
Tracking error ex ante	Aucune
Rotation ex ante	50%
Limites sectorielles	Aucune
Limites régionales	Aucune
Utilisation tactique du cash	Oui
Couverture du change	Partiellement
Benchmark du fonds	50% Citi WGBI All Maturités EUR, 50% MSCI AC World EUR

Equipe

Edouard Carmignac a plus de 35 ans d'expérience. Il a fondé la société éponyme en 1989 et détient 70% du capital, le reste étant réparti entre les employés. Carmignac a su s'entourer d'une équipe solide qui compte sur les actions neufs gérants très expérimentés et quatre analystes. Les responsabilités de chacun sont organisées autour de thématiques d'investissement (les pays émergents ou les matières premières par exemple) plutôt que via un découpage formel géographique ou sectoriel. Rose Ouahba (11 ans d'expérience) est responsable du

Société

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, la société gère 27 milliards d'euros à fin août 2009. Elle a connu un développement très important de ses actifs sous gestion. Au fil du temps, la gamme de produits s'est évidemment étoffée mais nous notons avec satisfaction que les nouveaux fonds ont été lancés avec intelligence plutôt que pour surfer sur des phénomènes de mode sans préoccupation des intérêts des investisseurs à long terme. De même, à mesure que les actifs croissaient, la société a continuellement renforcé ses équipes d'investissement avec des professionnels de qualité, comme en témoigne le recrutement en septembre 2009 d'un analyste très expérimenté spécialisé sur le secteur financier. Nous apprécions par ailleurs la société de gestion pour

Processus d'Investissement: Stratégie

Le fonds poursuit un objectif clair de maximisation de la performance absolue sur le long terme. La seule véritable contrainte est de détenir en permanence au moins 50 % en obligations ou produits monétaires. L'exposition aux actions internationales varie de facto de 0 à 50%, ce qui est inférieur à la moyenne de la catégorie. Fidèle au style de gestion de la maison, les décisions d'investissement tant en termes d'allocation que de sélection d'actions ou d'obligations revêtent une très forte dimension « top-down ». Basée sur l'analyse des fondamentaux macroéconomiques, celle-ci permet également d'identifier des thèmes de moyen terme, au sein desquels

positionnement du fonds sur les différents marchés de taux. Elle peut s'appuyer sur l'expertise de Laurent Chebanier, gérant dédié aux obligations internationales. Dans l'équipe, Frédéric Leroux (19 ans d'expérience) est en charge de la recherche économique et de la gestion des couvertures qui revêtent un caractère fondamental compte tenu de la forte dimension « top down » du fonds. Cette structure somme toute compacte permet un échange fluide des idées d'investissement, et la taille de l'équipe nous semble adéquate. La sélection de titres reprend généralement les meilleures idées des différents gérants, en tenant compte des contraintes de liquidité propres à Carmignac Patrimoine.

sa communication. Le « reporting » est très transparent et explique clairement les décisions d'investissement prises tandis que les investisseurs ont facilement accès aux portefeuilles de la société, une pratique malheureusement trop rare dans l'industrie. La structure de rémunération n'est en revanche pas idéale puisque les gérants sont intéressés au capital de la société plutôt qu'à la performance des fonds à long terme. Cet écueil est néanmoins nuancé par le fait que la plupart des fonds dispose d'une commission de surperformance. Combinés à des frais de gestion raisonnables, cela nous semble un bon moyen d'aligner les intérêts du gérant avec ceux de ses clients. Par contre, et c'est là notre principale réserve par rapport à la société de gestion, nous ne pouvons que déplorer le prélèvement de commissions de mouvements.

Carmignac sélectionne les actions de façon opportuniste. Compte tenu de la taille du fonds, cette sélection s'opère essentiellement parmi les moyennes et grandes capitalisations. Pour la poche obligataire, Ouahba bénéficie également d'une très grande latitude. Les sources de valeur ajoutée sont multiples : duration, crédit, dette émergente (max 25%) et convertibles (max 10%). L'allocation entre les différentes classes d'actifs est dynamique, les gérants ayant recours aux liquidités ainsi qu'à des instruments de couverture. Ceux-ci consistent essentiellement à vendre à découvert des futures sur indices globaux, et plus marginalement à tenir des positions « short » sur un panier de valeurs pour couvrir un risque spécifique. Enfin, le risque de change est lui aussi géré activement.

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

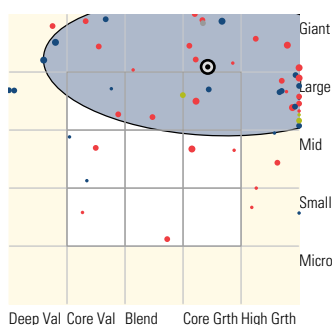
Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Value Measures	Fund	Rel Cat
Price/Earnings	18,01	1,31
Price/Sales	1,54	2,17
Price/Book	1,74	1,15
Price/Cash Flow	7,86	1,35
Dividend Yield %	2,54	0,63

Growth Measures	Fund	Rel Cat
Long-Term Earnings	11,93	1,48
Historical Earnings	7,75	-0,62
Sales	16,05	-8,40
Cash Flow	6,45	-1,38
Book Value	15,07	-2,85

Capitalisation moyenne EUR 21844,12 Mil

Morningstar Holdings Based Style Map



● Centroid = weighted average of stock holdings
 ● Zone = 75% of fund's stock holdings
 (as of 31/08/09)

Exposition géographique	% Equity
Grande Europe	18,31
Ameriques	60,82
Asie centrale	20,87

Principaux pays	% Equity
Etats-unis	37,26
Canada	12,47
Bésil	7,61
Royaume-uni	7,60
Inde	5,95

Marchés	% Equity
Developed Markets	80,15
Emerging Markets	19,85
Not Classified	0,00

Processus d'Investissement: Positionnement du Portefeuille

L'approche opportuniste se traduit par un positionnement du fonds très différent de ses concurrents. Ainsi, l'exposition nette au marché actions qui était tombée à zéro en décembre, a été graduellement remontée à partir de mars pour représenter 25.2% des actifs à fin août 2009. La sélection de titres reflétait les thématiques présentes dans Carmignac Investissement : les banques anglo-saxonnes, les ressources naturelles et les marchés émergents. Ces thèmes à bêta élevé étaient contrebalancés par l'or et des valeurs défensives de la pharmacie et de la consommation. Le strict respect des

critères de liquidité se traduit par ailleurs par un biais marqué vers les grandes capitalisations dans la Morningstar Style Box. Sur la partie obligataire (54% des actifs à fin août 2009), les emprunts privés avaient les faveurs de la gérante, expliquant la baisse de la note moyenne de crédit du portefeuille de AA à A. Cette partie était très bien diversifiée, avec plus de 100 positions afin d'éviter une trop grande concentration sur un seul émetteur. Le reste du portefeuille était composée d'obligations américaines indexées sur l'inflation et de dette émergente, incluant des lignes en direct sur certaines devises (réal brésilien, livre turque, etc). Enfin 18.7% du fonds était maintenu en liquidités.

Allocation d'actifs	% d'actifs	long %	short %	net %
Actions	25,22	0,00	25,22	
Obligations	53,98	0,00	53,98	
Liquidités	18,72	0,00	18,72	
Autres	2,08	0,00	2,08	

Sensibilité aux taux d'intérêt	Quantité de Crédit	Effective Duration	
		Court	Intermédiaire/Long
	Haut		1,57
	Medium		4,96
	Bas		-
			-

Principales positions	% d'actifs 31-08-09
United States Treas Nts 2012-04-15	4,89
France(Govt Of) 5% 2012-04-25	3,76
France(Govt Of) 3.75% 2010-09-12	2,43
US Treasury Bond 2.5% 2029-01-15	1,96
United States Treas Nts 1.875% 201...	1,88
J.P. Morgan Chase & Co.	1,69
France(Govt Of) 5% 2011-10-25	1,67
Wells Fargo Company	1,65
Turkey(Rep Of) 2011-02-02	1,36
Schlumberger, Ltd.	0,96
Freeport-McMoRan Copper & Gold B	0,95
FRANCE(GOVT OF) 2010-10-25	0,87
Lafarge 7.625% 2014-05-27	0,85
Goldcorp, Inc.	0,85
France (Republic Of) 4% 2014-10-25	0,83
Kinross Gold Corporation	0,77
Roche Holding AG	0,74
PERNOD RICARD 2015-01-15	0,74
Jp Morgan Chase & 6.125% 2014-04-01	0,73
Citigroup 7.375% 2014-06-16	0,72
Total Equity/Bond Holdings	64/141
Assets in Top 10 Holdings %	22,24

Credit Rating Breakdown	%	Maturity Breakdown	%
AAA	36,27	1 to 3	41,16
AA	5,59	3 to 5	37,81
A	24,85	5 to 7	12,30
BBB	26,89	7 to 10	4,50
BB	2,74	10 to 15	0,51
B and below	0,00	15 to 20	3,72
Not Rated	3,66	20 to 30	0,00
		Over 30	0,00

Poids sectoriels	% Equity	Rel Cat
Information	4,09	0,26
Logiciels	0,00	0,00
Matériel informatique	3,90	1,25
Médias	0,00	0,00
Télécommunications	0,19	0,02
Service	41,82	1,10
Santé	8,46	0,86
Services aux consommateurs	0,21	0,04
Services aux entreprises	0,12	0,04
Services financiers	33,04	1,64
Production	54,09	1,16
Biens de consommation	8,67	0,55
Matériaux industriels	29,52	1,99
Energie	15,91	1,56
Services aux collectivités	0,00	0,00

Carmignac Patrimoine A (C)

Indice de la catégorie Morningstar

Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Trailing (EUR)	Total Rtn %	+/- Bmark	+/- Cat	%Rnk in Cat
3 Mo	4,18	-4,37	-2,92	75
6 Mo	9,64	-8,37	-5,25	70
1 An	21,85	16,84	19,98	2
3 Ans Annualisé(s)	9,27	10,07	11,82	1
5 Ans Annualisé(s)	10,17	6,66	7,89	1
10 Ans Annualisé(s)	9,38	6,75	8,28	1

MPT Stats	3 Ans	Rel Cat	5 Ans	Rel Cat
R-Squared	25,01	0,36	25,92	0,36
Beta	0,43	0,47	0,50	0,52
Alpha	7,39	-3,70	6,63	-6,38

Volatility & Risk Adj Returns	3 Ans	Rel Cat	5 Ans	Rel Cat
Std Deviation	7,79	0,79	7,53	0,87
Mean	0,77	-4,53	0,83	3,77
Sharpe Ratio	0,73	-1,30	0,92	-23,00
Information Ratio	1,17	-3,66	0,87	-2,90
Treynor Ratio	13,40	-1,92	14,39	-41,11

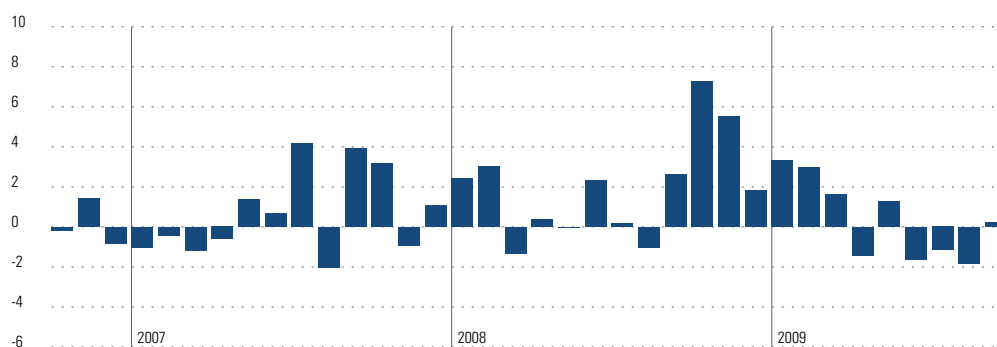
Cat 50%BarCap Euro Agg&50%FTSE World

Analyse de la performance

Le fonds a bâti un historique de performance remarquable. Depuis son lancement en 1989, il a en effet surperformé la médiane de la catégorie Mixtes Euro Equilibrés de 5.2% par an à fin septembre 2009. A cette même date il se classe par ailleurs dans le premier percentile de cette catégorie sur trois, cinq et dix ans. La seule année notable de sous-performance remonte à 2004 lorsque l'exposition maximale du fonds aux actions (50%) s'est révélée handicapante par rapport à d'autres fonds de la catégorie dont la part actions peut monter jusqu'à 60%.

L'investisseur notera cependant qu'en moyenne cette allocation plus faible a été largement compensée par la sélection de titres - tant sur les actions que sur les obligations. Ainsi depuis le début de l'année par exemple, le fonds surperforme la moyenne de la catégorie à fin septembre en dépit d'une allocation moindre sur les actions grâce à une sélection de titres efficace tant dans les actions que dans les emprunts privés. La gestion active des politiques de couvertures et des liquidités s'est par ailleurs historiquement traduite par une très bonne résistance du fonds à la baisse des marchés actions : le fonds est ainsi parvenu à préserver l'intégralité de son capital en 2008.

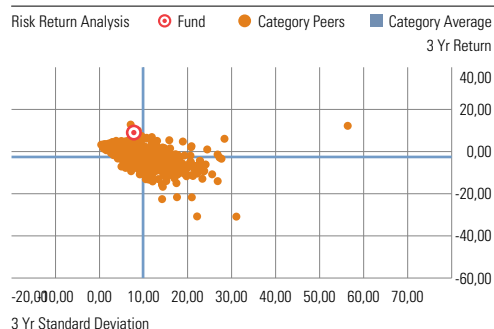
Monthly Return vs Catégorie Morningstar (EUR)



Rendement et Risque

La volatilité du fonds est comparable à la moyenne de la catégorie. Il présente cependant l'avantage très appréciable de résister bien mieux que ses concurrents

aux marchés baissiers. Sur cinq ans à fin septembre, sa perte maximale s'élève en effet à 7.92% contre 26.3% pour la moyenne de la catégorie.



Morningstar Rating™ (Rel Cat)	Morningstar Return	Morningstar Risk	Morningstar Rating
3 Year	High	Bel avg	★★★★★
5 Year	High	Avg	★★★★★
10 Year	High	Bel avg	★★★★★
Overall	High	Bel avg	★★★★★

Frais de Gestion

Les frais de gestion sont raisonnables et sont assortis d'une commission de surperformance. Le TER pâtit néanmoins de commissions de mouvement élevées.

Frais d'entrée %	4,00
Frais de gestion annuels max %	1,50
Total Expense Ratio %	1,80