

RAPPORT DE GESTION D'EUROPEAN STOCK PICKING

1^{er} semestre civil 2021

Commentaire sur les performances :

Au 30 juin 2021, l'actif total du FCP EUROPEAN STOCK PICKING s'élevait à 20 987 868,63€uros soit une valeur de 171,62€uros pour chacune des 122 292 parts.

Sur le semestre¹, le FCP affiche une forte hausse de 13,48%, l'indice composite (50% CAC All Tradable dividendes nets réinvestis +50% du Stoxx 600 dividendes nets réinvestis) est quant à lui en hausse de 15,81% (+16,58% pour le CAC All Tradable NR et +14,80% pour le Stoxx 600 NR).

Commentaire sur la gestion :

Les grands indices ont été très haussiers au 2^{ème} trimestre, tirés par les valeurs du luxe et le rebond des bancaires. Dans ce contexte, le fonds ESP a consolidé la bonne performance du premier trimestre en lien avec la stabilisation des petites et moyennes valeurs auxquelles le fonds est très exposé. En effet, ce segment affiche une sous performance par rapport aux grandes depuis le début de l'année qui tient plus selon nous du niveau de performance remarquable des grandes sociétés (meilleur semestre depuis 1998 !) que d'une éventuelle contre-performance des small et mid caps. Les niveaux de valorisation du marché restent attractifs compte tenu du cycle économique et des perspectives de croissance. En fin de période, on notera d'importantes prises de bénéfices sur de nombreux titres qui avaient affiché d'excellentes performances ces derniers mois, à commencer par certaines valeurs cycliques à travers lesquelles votre fonds est exposé ; comme **Akwel** ou **Saf Holland**.

Ce semestre, du côté des principaux contributeurs positifs à la performance, nous pouvons évoquer **Derichebourg**, société familiale, spécialiste des métiers du recyclage des métaux qui a construit au fil du temps un actif industriel stratégique. La vigueur de la reprise industrielle et de l'inflation des matières lui permette d'envisager un très bon exercice 2020/2021 (démarrage en octobre 2020). Aussi, de manière plus structurelle, compte tenu aujourd'hui des nécessités environnementales pour ses clients (aciéristes) de réduire leur empreinte carbone, l'usage de ces métaux recyclés se révèle de plus en plus important. La Chine, premier pays producteur d'acier, a d'ailleurs levé ses interdictions pour permettre aux aciéries l'importation de métaux traités et recyclés depuis le début d'année 2021. Ce contexte permet d'envisager une augmentation sensible des débouchés de Derichebourg. Le groupe est également entré en négociation exclusive pour l'acquisition de son principal concurrent français, la société GDE. Derichebourg, acteur très vertueux sur le plan environnemental compte tenu de sa nature d'activité, dispose donc aujourd'hui de plusieurs opportunités de développement, toujours actuellement peu valorisées. **Westwing**, après un parcours exceptionnel en 2020, a continué à progresser suite aux très bons chiffres du premier trimestre ainsi qu'aux indications encourageantes sur la bonne tenue de la demande au second trimestre malgré une base de comparaison compliquée coïncidant avec le début la pandémie l'année dernière. En parallèle, la société a mis à jour ses objectifs financiers à long terme lors de la journée investisseur organisée le 12 mai. Elle vise désormais le cap du milliard de chiffre d'affaires à horizon 2024/2025, avec des marges normatives à 15% d'Ebitda ; un niveau supérieur au 10% envisagés à l'IPO il y a un peu moins de 3 ans. La société véhicule ainsi un fort message de confiance sur son

¹ Du 30 décembre 2020 au 30 juin 2021.

modèle économique post pandémie. Au cours actuel, le marché la valorise à 1x le chiffre d'affaires 2022, ce qui nous semble être un multiple intéressant pour une histoire qui devrait continuer à combiner croissance et marge à deux chiffres.

Concernant les principaux contributeurs négatifs à la performance, **Solocal** a souffert d'un redémarrage poussif de son activité dans un contexte de reconfinement partiel et d'une force de vente pas encore optimale. La société a également pâti d'un changement inattendu de gouvernance avec le départ du Président Danon peu avant les résultats semestriels qui a surpris les investisseurs. **Home 24**, un des plus forts contributeurs de 2020 a consolidé et s'échange actuellement autour de 0,25x le chiffre d'affaires 2022 de l'activité européenne, si nous retraitons de la participation dans l'activité brésilienne. Ce niveau de valorisation très bas vient traduire une rentabilité plus proche de l'équilibre pour home24 (vs à deux chiffres pour Westwing). Nous pensons que les investissements marketing actuellement opérés devraient permettre à la société de continuer sur le rythme de croissance actuel malgré la normalisation de l'effet covid. **Akwel** a également consolidé sans raisons apparentes. La société a en effet traversé l'année 2020 de manière exceptionnelle, démontrant à nouveau la qualité de gestion de son équipe dirigeante. Le groupe réalise de manière constante un travail important afin d'être positionné sur les nouvelles technologies moteurs (hybride, électrique). Par ailleurs, en dehors de l'équipement moteur, le groupe travaille par exemple sur des équipements de limitation des émissions des particules fines lors des phases de freinage, autre enjeu de santé publique derrière les émissions venant du moteur. Les potentiels d'affaires de ces technologies peuvent être importants en cas de succès de ces développements. La baisse du titre est peut-être liée à des prises de bénéfices après un parcours remarquable. La valorisation du dossier avoisine dans nos modèles 9x les bénéfices, avec une excellente situation de bilan donnant également au groupe la capacité de se saisir d'opportunités de croissance externe pertinentes ce qui nous rend confiant dans notre investissement.

Parmi les principaux arbitrages dans le portefeuille, concernant les principaux achats et renforcement, citons **Gensight** qui possède une thérapie génique innovante permettant d'améliorer significativement la vue des patients atteints d'une maladie optique rare - la neuropathie optique héréditaire de Leber (NOHL). Nous évitons a priori les biotechs compte-tenu des risques associés mais **Gensight** a selon nous déjà dépassé le stade de biotech : plusieurs études en Europe et aux Etats-Unis, montrent une amélioration significative des conditions de vie des patients et la société commercialise d'ailleurs déjà son traitement en France via une Autorisation Temporaire d'Utilisation. Début juillet, la société a d'ailleurs obtenu une ATU de cohorte permettant de traiter un nombre plus élevé de patients. Outre son traitement pour la NOHL, **Gensight** a obtenu en juin des premiers résultats prometteurs sur son programme d'optogénétique (combinant thérapie génique et lunettes) permettant de redonner partiellement la vue à un aveugle atteint de rétinopathie pigmentaire. Nous avons initié une position sur **Europcar** : la société a été recapitalisée et fait l'objet d'un bilan désormais assaini. Néanmoins, après un épisode difficile pour les actionnaires qui ont essuyé de lourdes pertes, le marché a été particulièrement frileux alors que l'été s'annonce excellent pour tous les loueurs, ce qui nous a poussé à approfondir le dossier, avant même les rumeurs concernant l'intérêt de Volkswagen pour le groupe. Une pénurie de véhicules de location s'annonce pour l'importante saison estivale, compte tenu d'une forte demande, et d'une offre réduite, suite à la grande prudence avec laquelle les loueurs ont passé leurs commandes en fin d'année 2020, phénomène de rareté renforcé par la pénurie de semi-conducteurs d'autre part. Les prix à la journée flambent, et les résultats devraient être excellents pour tous les acteurs du secteur. A cette aubaine inespérée pour les intervenants sur ce marché, vient ainsi s'ajouter un intérêt spéculatif concernant Europcar. Volkswagen cherche en effet depuis de nombreux mois à entrer sur ce marché compte tenu de sa vision des besoins futurs de mobilité. Une telle sortie pourrait

intéresser les actionnaires d'Europcar, et notamment les anciens créanciers, devenus majoritaires suite à l'opération de conversion de dette en capital.

Concernant les principales cessions, nous avons procédé à la cession de notre position en **Casino TSSDI 2049** : la performance de l'obligation perpétuelle Casino de coupon 3,992%. La progression du cours s'est réalisée dans un contexte où le groupe a annoncé son intention de céder une partie de son activité de génération d'électricité photovoltaïque, GreenYellow tout en gardant le contrôle de cet actif. Dans le même temps il est également projeté de faire entrer d'autres investisseurs dans l'activité d'e-commerce Cnova dont le flottant n'est que de 1.3%, le solde étant détenu conjointement par Casino et GPA. Ces évolutions permettent une revalorisation des actifs du groupe dans la perception des investisseurs, ce qui appuie notre position selon laquelle la dette de Casino est couverte par la valeur des actifs détenus par le groupe. Dans ce contexte le fonds a cédé cette position en se repositionnant sur des profils actions présentant un potentiel de gain plus important.

Julien LEPAGE

Gérant Financier par Délégation

Méthode de calcul du risque global :

Le risque global est calculé selon la méthode de l'engagement.

SECURITIES FINANCING TRANSACTION REGULATION (relatif aux opérations de financement sur titres) (« SFTR »)

Au cours de l'exercice, le Fonds n'a pas effectué d'opérations de financement sur titres soumis à la réglementation SFTR, à savoir opération de pension, prêt/emprunt de titres de matières premières, opération d'achat-revente ou de vente-achat, opération de prêt avec appel de marche et contrat d'échange sur revenu global (TRS).

Politique de couverture mise en œuvre durant l'exercice :

En 2020-2021, le fonds n'a pas fait l'objet d'une politique de couverture incluant l'utilisation de produits dérivés.

Politique d'exercice des droits de vote :

Conformément à notre règlement de déontologie ainsi qu'au règlement général de l'AMF, le FCP EUROPEAN STOCK PICKING suit les recommandations sur le gouvernement d'entreprise telles qu'elles nous sont notifiées (via leur circulaire) par le programme de veille mis en place par notre association professionnelle, l'AFG-ASFFI. En conséquence, le FCP émet un vote défavorable (par correspondance) à chaque résolution contraire au gouvernement d'entreprise.

Conformément à la politique de vote de la société de gestion PATRIVAL, et compte tenu des critères de vote qui y sont présentés, le FCP EUROPEAN STOCK PICKING, n'a pas voté contre durant l'exercice 2020-2021.

Procédure de sélection et d'évaluation des intermédiaires et contreparties :

Les critères de sélection d'évaluation des intermédiaires fournissant le service d'exécution d'ordre retenus par Amiral Gestion sont les suivants :

Amiral Gestion ayant une forte exposition sur les valeurs moyennes dans le cadre de sa gestion collective, le principal critère de sélection retenu est la liquidité donc la capacité des intermédiaires à fournir des blocs. Viennent ensuite les critères suivants :

- la qualité du contact commercial, via la génération d'idées,
- les spécialisations sectorielles et géographiques
- la qualité de l'exécution des ordres,
- l'assurance de se voir offrir contractuellement la best execution,
- la régularité et la qualité de la relation commerciale et de l'information de marché.

Toute relation nouvelle entre Amiral Gestion et un nouvel intermédiaire financier ou une nouvelle contrepartie devra faire l'objet d'une demande émanant de la gestion qui aura préalablement évalué les qualités des prestations proposées. Cette demande sera validée par la Direction générale.

Tout nouvel intermédiaire financier doit fournir à Amiral Gestion l'ensemble des informations sur son identité, son fonctionnement et les services qu'il fournit, de nature à permettre d'apprécier sa compétence et son adéquation aux besoins de la Société.

Une convention formalisée est signée entre l'intermédiaire et Amiral Gestion, détaillant la nature et les modalités du service d'exécution rendu, ainsi que les tarifs pratiqués par l'intermédiaire financier. Aucune opération ne pourra être faite avec le nouveau partenaire sans que le dossier ait obtenu l'agrément de la Direction générale.

Chaque nouvel agrément d'entrée en relation d'affaires avec un intermédiaire financier donnera lieu à la mise à jour de la liste des intermédiaires financiers qui sera approuvée par la Direction générale et distribuée aux gérants et au middle-office.

L'évaluation des intermédiaires financiers sélectionnés et référencés chez Amiral Gestion rentre dans le cadre de la « meilleure sélection ». Elle se fait tout au long de la relation d'affaires et s'apprécie au regard de différents critères qui donneront lieu à notation au moins une fois par an.

Les gérants et le middle-office expriment leurs appréciations par une notation allant de zéro à cinq et portant notamment sur les critères suivants :

- Accès aux plateformes d'exécutions,
- L'application des instructions,
- Qualité d'exécution
- Capacité à traiter des blocs « Small et Mid Caps »,
- L'existence d'un Négociateur ayant accès directement au Marché,
- Capacité à stocker les exécutions sur plusieurs jours.

La moyenne qui résulte des notes attribuées permet d'établir le palmarès des intermédiaires financiers qui est formalisé dans un tableau La moyenne qui résulte des notes attribuées permet d'établir le palmarès des brokers qui est formalisé dans un tableau.

Rémunération de la société de gestion et politique de rémunération :

Les rémunérations de la société de gestion pour la gestion du FCP comportent des frais de gestion fixes (2,4% TTC par an de l'actif net, soit 2,36% pour l'exercice 2020-2021), une commission de surperformance (12% TTC de la surperformance au-delà du seuil de 7%, soit 5,09% pour l'exercice 2020-2021) le fonds ne prélève pas de commissions de mouvement.

Les modalités de calculs de ces frais sont présentées dans le prospectus.

La politique de rémunération de Patrival vise à encadrer les rémunérations de certains collaborateurs :

- les preneurs de risques (gérant),
- les personnes impliquées dans la relation commerciale et qui pourraient de part une situation de conflit d'intérêts être amenées à agir d'une manière contraire à l'intérêt du client.

Il est à souligner que les rémunérations des gérants de Patrival, ne sont pas basées sur les performances des fonds, leur système de rémunération est fixe, aucun bonus, ni octroi de part de fonds relatif aux performances. Les éventuelles primes discrétionnaires versées à l'équipe de gestion ne prennent ainsi pas en compte la performance financière mais la fidélisation de la clientèle sur la durée et la progression globale des encours sous gestion.

Les gérants financiers sont tous actionnaires de Patrival, par conséquent ils perçoivent des dividendes en proportion de leur participation dans le capital de la société.

Le comité de rémunération de Patrival se compose des quatre mandataires sociaux de la société. Il se réunit au moins une fois par an et examine la mise en œuvre de la politique de rémunération et sa conformité avec les textes réglementaires.

Durant l'année 2020, le montant total des rémunérations (incluant les rémunérations fixes et variable différées et non différées) versées par PATRIVAL SA à l'ensemble de son personnel (13 personnes) s'est élevé à 1 082 751 euros bruts. Ce montant se décompose comme suit :

- Montant total des rémunérations fixes versées sur l'exercice : 894 502 euros bruts.
- Montant total des rémunérations variables différées et non différées versées sur l'exercice : 188 250 euros bruts, conformément à la politique de rémunération, les rémunérations variables ne prennent pas en compte les performances des fonds et portefeuilles gérés.

Le montant total des rémunérations brutes versées en 2020 se répartit comme suit en fonction des différentes populations :

- Preneurs de risque : 742 884 euros
- Non-preneurs de risque : 339 867 euros

Amiral Gestion qui assure la gestion financière du fonds EUROPEAN STOCK PICKING, a mis en place une politique de rémunération conforme à UCITS V.

Un exemplaire sur papier est mis à disposition gratuitement sur demande.

Modalité de prise en compte des critères ESG :

La société PATRIVAL n'a pas d'objectifs ESG (environnement/social/gouvernance) stricts ni quantifiés mais s'attache à identifier les entreprises de qualité qui recèlent un fort potentiel d'appréciation.

Le gestionnaire par délégation du fonds, Amiral Gestion a mis en place une approche non contraignante dans la sélection des titres afin d'évaluer la dimension ESG de ses investissements.

Rappel des principaux risques du fonds :

Le FCP n'offre pas de garantie ou de protection.

- **Risque de perte en capital :**

L'investisseur est averti que la performance de l'OPCVM peut ne pas être conforme à ses objectifs et que son capital peut ne pas lui être intégralement restitué, l'OPCVM ne bénéficiant d'aucune garantie ou protection du capital investi.

- **Risque actions :**

L'OPCVM est investi ou exposé sur un ou plusieurs marchés d'actions qui peuvent connaître de fortes variations. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que les variations des cours des valeurs en portefeuille et/ou le risque de marché peuvent entraîner une baisse significative de la valeur liquidative de l'OPCVM.

- **Risque lié à la détention de petites valeurs :**

Du fait de son orientation de gestion, le fonds peut être exposé aux petites et moyennes capitalisations qui, compte tenu de leurs caractéristiques spécifiques peuvent présenter un risque de liquidité. En raison de l'étroitesse du marché, l'évolution de ces titres est plus marquée à la hausse comme à la baisse et peut engendrer de fortes variations de la valeur liquidative.

- **Risque lié à une gestion discrétionnaire :**

La valeur liquidative de l'OPCVM peut donc baisser plus rapidement et plus fortement. Le style de gestion discrétionnaire appliqué au fonds repose sur la sélection des valeurs. Il existe un risque que l'OPCVM ne soit pas investi à tout moment sur les valeurs les plus performantes. La performance du fonds peut donc être inférieure à l'objectif de gestion.

- **Risque de taux :**

En raison de sa composition, l'OPCVM peut être soumis à un risque de taux. Ce risque résulte du fait qu'en général le prix des titres de créances et des obligations baisse lorsque les taux augmentent. La valeur liquidative peut donc baisser en cas de hausse des taux d'intérêt.

- **Risque de crédit :**

Dans le cas d'une dégradation des émetteurs privés et/ou souverains (par exemple de leur notation par les agences de notation financière), ou de leur défaillance, la valeur des obligations peut baisser. La valeur liquidative de l'OPCVM peut donc baisser.

- **Risque de change :**

Il s'agit du risque de variation des devises étrangères affectant la valeur des titres détenus par l'OPCVM. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que la valeur liquidative de l'OPCVM peut baisser du fait de l'évolution du cours de devises autres que l'euro. Le risque de change ne sera pas systématiquement couvert.

Gestion des risques liés aux activités :

Conformément aux dispositions de l'Article 9 de la directive AIFM et articles 12 à 15 du Règlement européen du 19 décembre 2012, pour couvrir ses risques éventuels en matière de responsabilité professionnelle auxquels est exposé la société de Gestion Patrival dans le cadre ses activités, la Société dispose :

- d'une part, de fonds propres ad hoc pour couvrir les risques éventuels en matière de responsabilité pour négligence professionnelle,
- d'autre part, d'une assurance responsabilité civile dans la limite de 2 000 000 euros avec une franchise de 50 000 euros. Sur les trois dernières années, Patrival n'a versé aucune indemnisation à des clients au titre d'une perte ou d'un dommage causé par une personne agissant sous la responsabilité de la Société.

Avertissement sur les performances :

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

Le DICI (Document d'Information Clés pour l'Investisseur) et le prospectus du fonds EUROPEAN STOCK PICKING sont à votre disposition au siège social de la société et sur le site internet de Patrival (www.patrival.fr).

Laurent PARIS