

RAPPORT DE GESTION DE TOP MULTICAPS

Année 2022

Commentaire sur les performances :

Au 30 décembre 2022, l'actif total du FCP TOP MULTICAPS s'élevait à 27 272 100€ soit une valeur de 159,83€ pour chacune des 170 630 parts.

Sur l'ensemble de l'année, le FCP affiche une baisse de 17,09%, l'indice EuroStoxx 50 dividendes nets réinvestis est quant à lui en baisse de 9.49% et l'indice CAC Mid & Small dividendes nets réinvestis est quant à lui en baisse de 11,97%.

Principaux mouvements sur la période :

TITRES	ACHAT	VENTE
VALLOUREC	631 638	
TELEPERFORMANCE	615 192	222 890
MAUREL & PROM	564 456	346 119
TOUAX	520 780	168 292
SES IMAGOTAG	519 299	167 169
REXEL		1 044 861
NEXANS		849 145
STMICROELECTRONICS		731 002
SPIE		726 102
GENERIX GROUP		664 002

Commentaire sur la gestion :

L'année 2022 s'est ouverte avec beaucoup d'optimisme relativement aux perspectives de croissance, en rattrapage des confinements de 2021, le consommateur avait de l'épargne qui devait alimenter une consommation très forte.

La demande a effectivement été très soutenue, mais l'outil industriel n'a pas pu se remettre en route assez rapidement pour l'honorer, et une inflation forte s'est installée de façon plus pérenne qu'attendue. La poursuite d'arrêts maladie au sein des effectifs, une population active qui n'est pas tout de suite revenue au travail, des confinements en Chine ont été autant de facteurs limitatifs de la production.

Le retour de l'inflation observé dès le second semestre 2021 (impact conséquence crise sanitaire : perturbation supply chain, abondance de liquidités, pénurie matières premières) couplé à la guerre en Ukraine fin février (hausse du prix de l'énergie) a provoqué une forte réponse des banques centrales qui ont remonté les taux à un rythme jamais vu. Les craintes de récession pour 2023 ont plombé les marchés jusqu'au point bas de fin septembre, avant un rebond au 4ème trimestre (début de baisse de l'inflation et rythme de resserrement monétaire moins soutenu). La dispersion sectorielle a été très forte, avec une très forte surperformance de l'Energie et une baisse importante des valeurs corrélées aux taux (croissance, technologie et immobilier) et au risque de récession (cyclique/industrie).

La hausse des taux et la baisse de la liquidité ont logiquement pénalisé les small et midcaps (mouvement « flight to liquidity »). Cette sous-performance est à mettre en parallèle d'une

poursuite de la décollecte de la classe d'actifs depuis mi-2018. A noter que l'écart de performance entre Mid/Small et micro s'est accentué sur le second semestre 2022.

Performance FY22 du CAC MS DR par taille de capitalisation :

Capitalisation (M€)	Performance FY22*
CAC MS DR	-12,0%
>5 000	6,2%
1 000-5 000	-13,4%
500-1 000	-19,5%
150-500	-32,1%
<150	-56,8%

*Source : Bloomberg

Les principaux indices français (et mondiaux – hormis le FTSE) ont fini dans le rouge (CAC 40 net return : -7,4%, CAC MS DR : -12,0%, CAC Small DR : -18,2%)

Politique de gestion

Analyse de la performance absolue :

Par son positionnement davantage Small (capitalisation médiane autour de 850 m €) que son indice de référence, TOP MULTICAPS a logiquement été pénalisé sur 2022.

Analyse sectorielle :

- La surpondération du fonds sur les valeurs Technologie a pesé sur la performance avec une contribution relative négative de 1,99% (1ère poche du fonds, qui représente en moyenne 26,0% sur l'année), conséquence directe de l'impact de la hausse des taux sur les valorisations des actifs à durée longue.
- L'absence d'exposition à l'Immobilier a contribué positivement...
- ... tout comme la sous-exposition aux secteurs de la Santé et de la Consommation discrétionnaire.
- Malgré une surpondération du secteur Energie, la contribution relative a été négative (impact fin d'année).
- L'industrie, 2ème plus grosse poche du fonds avec en moyenne 27,0% d'exposition a finalement eu un impact légèrement négatif en relatif (1er semestre compliqué, mais forte remontée relative au 2nd semestre).

D'un point de vue des contributeurs à la performance, nous pouvons faire les commentaires suivants :

Analyse des contributions (en absolu) par secteur :

- La poche Energie ressort comme le principal contributeur à la performance sur 2022 (+1,23%) en raison de la crise énergétique accentuée par la guerre Russie/Ukraine. Cependant, l'analyse par semestre montre une grande différence entre le S1 (contribution positive de 2,10%) et le S2 (contribution négative de 0,96%). Vallourec, Française de l'Energie, GTT et Maurel&Prom ont contribué positivement à la performance, tandis que CGG et Technip Energies ont pesé.
- La Technologie affiche la contribution la plus négative (-5,04%). Esker, Soitec, Kalray, Wallix et Lumibird sont les plus gros détracteurs à la performance de la poche (concentration sur le S1) tandis que le fonds a bénéficié du projet de rachat de Communication & Systèmes par Sopra Steria (prime de 80%). Ekinops et SES-imagotag ont également affiché des performances positives.
- L'Industrie contribue négativement à la performance du fonds sur 2022 (-0,11%) en raison d'un mauvais premier semestre. Exail Technologies (ex-Groupe Gorgé), Séché Environnement, Bic et Mersen sont les meilleurs contributeurs de l'année. À contrario, Derichebourg, Somfy et Teleperformance ont contribué négativement.
- Les services de communication (-2,22%) ont pesé sur la performance, principalement à cause de l'exposition en Ubisoft, Believe et Reworld. Ipsos continue d'afficher une belle contribution.

A noter également les contributions positives de Trigano, Spie et Visiomed et a contrario les performances négatives de Plastic Omnium, Axway Software et Median Technologie.

Une analyse détaillée de contributeurs fait ressortir les éléments suivants (le poids indiqué est le poids moyen sur l'année 2022).

Analyse des principales contributions positives :

- **CS Group – Poids moyen : 1.98% / Performance +99% / Contribution +1.84%**

CS Group ressort comme le principal contributeur à la performance du fonds en 2022. Le groupe a fait l'objet d'une OPA de la part de Sopra Steria (déjà présent au capital) au prix de 11,5 €/titre soit une prime de 80% par rapport au dernier cours coté.

- **SES-imagotag – Poids moyen : 1.81% / Performance +73% / Contribution +0.98%**

SES-imagotag ressort comme le deuxième contributeur. Le groupe accélère sa dynamique commerciale notamment en Amérique du Nord, zone géographique attendue depuis longtemps et qui est en train d'adopter les étiquettes électroniques après des pilotes ayant duré de nombreuses années. Le groupe a notamment annoncé un partenariat significatif avec Walmart. La croissance a été soutenue courant 2022 et le groupe a également réussi à faire face aux pénuries de supply chain et d'inflation relativement correctement. Nous conservons notre position considérant que le potentiel reste significatif (début du déploiement aux Etats-Unis).

- **Ipsos – Poids moyen : 1.99% / Performance +46% / Contribution +0.78%**

Après une excellente année 2021, Ipsos poursuit sur sa lancée avec une hausse de +46,0% sur 2022. Opérationnellement, le groupe a publié de solides chiffres trimestre après trimestre. Les attentes de résultats 2022 ont été constamment relevées : le titre continue de se payer 9x EBIT, niveau conforme à l'historique mais bien inférieur aux multiples de transaction du secteur. La dynamique reste bonne. Nous conservons en fonds de portefeuille.

Analyse des principales contributions négatives :

- **Blockchain Group – Poids moyen : 0,93% / Performance -81% / Contribution -1,24%**

Le titre a pénalisé fortement la performance ; effectivement, l'activité Services a été décevante en termes de performance alors que le marché est resté dynamique tout au long de 2022 (seulement croissance single digit) tandis que le développement de la plateforme Blockchain prend plus de temps que prévu et nécessite des investissements plus importants. Le groupe a donc annoncé un spin off de l'activité Eniblock afin d'assurer son financement indépendamment de l'activité Services, ce qui dans un contexte de durcissement des conditions de financement est venu pénaliser le titre. Les ambitions sur Eniblock ont clairement été décevantes et prennent plus de temps que prévu.

- **Bigben Interactive – Poids moyen : 2.28% / Performance -53% / Contribution -1,24%**

Le titre a souffert des problématiques d'inflation et de ralentissement du pouvoir d'achat après des performances exceptionnelles pendant la période covid sur les accessoires tandis que l'activité jeux a souffert également des contraintes sur l'adoption des nouvelles consoles PS5, des effets de base back catalogue élevés et de décalages de sorties de jeux en raison de problématique de qualité. Nous considérons que la valorisation est sévèrement abîmée alors que les perspectives du groupe devraient retrouver des couleurs en 2023 avec les sorties de jeux décalées.

- **Wallix – Poids moyen : 0.67% / Performance -57% / Contribution -1,17%**

Après avoir publié un plan moyen terme mi-décembre 2021, Wallix a annoncé un sales warning significatif dès mi-janvier 2022 décrédibilisant totalement la communication et le plan moyen terme. Nous avons totalement sorti la position suite à la publication. Le titre, a également souffert de la hausse des taux impactant les valeurs software.

Pour rappel, TOP MULTICAPS est un fonds actions small & mid caps France et a pour objectif de surperformer le CAC Mid & Small dividendes réinvestis. Il n'a aucune contrainte de style ou de secteurs ; la gestion repose sur du stock-picking tout en prenant en compte le contexte macroéconomique. Le fonds présente traditionnellement un fort active trading ce qui est pénalisant pendant les périodes de rebonds techniques et indiciels, mais qui est porteur à moyen terme.

Perspectives :

La récente baisse du prix de l'énergie (pétrole, gaz, électricité), la réouverture de la Chine (fin de la politique zéro Covid) et le début de la baisse de l'inflation ont porté les marchés sur ce début d'année.

Nos nombreux échanges avec les dirigeants de sociétés lors du forum Oddo Lyon de ce début d'année a mis en exergue plusieurs points importants :

- L'inflation énergétique semble bien intégrée par les sociétés. L'impact sur 2023 sera très variable (en fonction du timing de contractualisation) mais est en général bien disclosed.
- L'inflation salariale devrait s'établir entre 4% et 6%, soit légèrement sous le rythme d'inflation en Europe. Les négociations salariales annuelles se sont en générales bien passées.
- Hormis dans le secteur de l'alimentation où la hausse des prix sera encore forte en 2023 (de nouveau une hausse double digit), les entreprises devraient arriver sur un plateau. Certaines sociétés très cycliques parlent même d'un début de légère baisse dans des secteurs spécifiques.
- La croissance en volumes ralentit, voire devient négative, dans une ampleur mesurée, conséquence du ralentissement économique en cours.

Globalement, la tonalité de nos échanges avec les sociétés était plutôt rassurante, que ce soit pour des sociétés assez cycliques ou pour des entreprises moins exposées au ralentissement économique.

D'un point de vue analyse fondamentale, nous estimons que le 1er semestre 2023 sera assez difficile pour les sociétés : même si la facture énergétique pourrait être moins forte que prévue (mais attention à la contractualisation effectuée en amont), nous ne devons pas oublier que nous aurons à faire à des effets de base difficiles, et à une poursuite des révisions en baisse des bénéfices plus fortes pour les petites et les moyennes valeurs (Kepler anticipait fin novembre une hausse de +6% des bénéfices 2023 pour son univers Small&Mid Europe, à comparer à des EPS 2023 globalement flat pour le Stoxx600).

En revanche, le 2nd semestre pourrait s'avérer beaucoup plus positif et marquer un retournement, avec un pic d'inflation qui sera derrière nous et un pivot de la FED atteint, une réouverture effective de la Chine et un effet de base qui sera plus raisonnable sur les volumes. Les contraintes Supply Chain pourrait également (enfin) s'estomper après plus de deux ans de difficultés.

Dans ce contexte complexe, de faible liquidité et de visibilité modérée, nous conservons notre stratégie d'investissement fondée sur le stock picking et favorisons des sociétés de croissance ou considérées comme cycliques mais dont les drivers structurels (digitalisation, l'électrification, l'automatisation, les nouvelles énergies) sont suffisamment forts pour contrer une éventuelle période de décroissance. Nous restons également vigilants sur les valorisations en privilégiant le style GARP et en évitant la deep value ou les valeurs de croissance extrêmement chères.

Le fonds a bénéficié d'une OPA sur l'année: offre sur CS Group (cf. principaux contributeurs à la performance). Nous n'avons en revanche participé à aucune IPO en 2022.

Sébastien LALEVEE, Financière Arbevel

Gérant financier par délégation

Politique d'exercice des droits de vote :

Conformément à notre règlement de déontologie ainsi qu'au règlement général de l'AMF (art. 314-100), le FCP TOP MULTICAPS 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 TOP MULTICAPS, n'a pas voté contre durant l'année.

Politique de couverture mise en œuvre durant l'exercice :

Sur la période, le fonds n'a pas fait l'objet d'une politique de couverture incluant l'utilisation de produits dérivés.

Méthode de calcul du risque global :

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

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 Financière ARBEVEL sont les suivants :

- Coût total (coût de l'instrument financier + coût lié à l'exécution),
- Qualité de l'exécution,
- Accès à des blocs de titres
- Qualité du Back Office,
- Notoriété et solidité de l'intermédiaire.

Le suivi de la relation avec les intermédiaires est assuré en permanence par les gérants et le RCCI au travers de l'application de la meilleure exécution des ordres instruits suivants l'évolution des conditions de marché et d'environnement, et ce dans l'intérêt exclusif des porteurs des OPCVM et des clients gérés sous mandat.

Ce meilleur résultat possible ne sera pas nécessairement atteint au cas par cas, pour chaque ordre individuel instruit ; il devra donc être apprécié au travers d'une série de transactions. En effet, la meilleure exécution s'apprécie globalement et non transaction par transaction et n'est constitutive que d'une obligation de moyens.

Financière ARBEVEL contrôle l'efficacité de sa politique de sélection sur la base d'une évaluation à minima annuelle des intermédiaires sélectionnés. Le cas échéant Financière ARBEVEL procédera à la mise à jour de sa politique d'exécution sur son site internet à chaque modification.

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 (2,00% TTC par an de l'actif net, soit 2,00% pour l'exercice 2022), une commission de surperformance (12% TTC de la surperformance au-delà du seuil de 7%, soit 1,10% pour l'exercice 2022) ainsi que des commissions de mouvement (0,7176% TTC par transaction, soit 0,80% pour l'exercice 2022)

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 basés 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.

La Financière Arbevel assure la gestion financière du fonds Top Multicaps, la société a mis en place une politique de rémunération le 26 mars 2019, ses grands principes sont disponibles sur le site internet www.arbevel.com.

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

Durant l'année 2022, 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 (14 personnes) s'est élevé à 1 343 364 euros bruts. Ce montant se décompose comme suit :

- Montant total des rémunérations fixes versées sur l'exercice : 1 272 365 euros bruts.
- Montant total des rémunérations variables différées et non différées versées sur l'exercice : 71 000 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 2022 se répartit comme suit en fonction des différentes populations :

- Preneurs de risque : 909 793 euros
- Non-preneurs de risque : 433 572 euros

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).

Modalité de prise en compte des critères ESG :

La société 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. Une approche globale est privilégiée, celle-ci prend en compte des critères quantitatifs (analyse des comptes, valorisation des actifs, perspectives de croissance et de résultats, en fonction d'un environnement macro-économique et sectoriel donné) comme qualitatifs (histoire du groupe, confiance dans l'équipe dirigeante, politique salariale et environnementale, transparence, respect des minoritaires).

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.

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 TOP MULTICAPS sont à votre disposition au siège social de la société et sur le site internet de Patrival (www.patrival.fr).