RAPPORT DE GESTION DE TOP MULTICAPS

1er semestre 2023

Commentaire sur les performances :

Au 30 juin 2023, l'actif total du FCP TOP MULTICAPS s'élevait à 27 042 905,68€ soit une valeur de 164,59€ pour chacune des 164 303 parts.

Sur le semestre, le FCP affiche une hausse de 2,98%, l'indice EuroStoxx 50 dividendes nets réinvestis est quant à lui en hausse de 18,39%.

Commentaire sur la gestion :

L'année 2023 semble ressembler à la tendance observée en 2022 portée par les craintes de récession. Si les données macro-économiques se dégradent progressivement (notamment sur la partie manufacturière avec une déception de la reprise de la Chine), le reflux de l'inflation est bien engagé, élément très positif pour soutenir l'économie alors que le marché de l'emploi reste solide. Le combat des banques centrales contre l'inflation devrait toucher à son terme, permettant au marché de se rassurer et d'entrevoir une relative stabilité dans le resserrement monétaire voire un pivot de la politique des banques tout en évitant une récession lourde. Une confirmation de ce scénario d'ici la fin de l'année pourrait valider nos hypothèses d'un point bas sur les small & mid caps, ce qui permettrait d'espérer un puissant rebond (entrevu au mois de mai).

Cet environnement macroéconomique sur le premier semestre a confirmé la poursuite du mouvement « flight to liquidity and quality » qui privilégie ainsi toujours les grandes capitalisations et le profil défensif (luxe notamment). Les profils les plus cycliques (automobile, industrie, énergie, matières premières) continuent de souffrir de cet environnement macro-économique dégradé comme les petites et moyennes valeurs.

Le SBF 120 DR progresse de +15,6%, le CAC Mid & Small DR progresse de 6,2% et le CAC Small DR progresse seulement de 3,5%. Ce phénomène par taille de sociétés est identique à l'échelle européenne (Stoxx 600 DR +8,7% et Stoxx 200 Mid DR +5,9%).

Dans ce contexte, le FCP est en légère progression +3.0% sur le premier semestre à comparer à +6.2% pour le CAC Mid & Small DR avec 2 périodes très distinctes : un premier trimestre où le FCP progresse de +1.8% contre +6.4% pour l'indice et un deuxième trimestre de rebond avec +1.6% pour le FCP contre -0.2% pour l'indice (inversion de tendance avec le fort rebond de la poche microcap).

L'environnement macro-économique et géopolitique perturbé depuis 2018 a entraîné une sous-performance marquée de la classe d'actifs sur les dernières années. Le retard de performance des small caps par rapport aux larges est de l'ordre de 40% à 50% selon les indices utilisés alors que les résultats ont progressé de près de 40 à 50% sur la période entraînant alors un derating significatif de la classe d'actifs (sur les 5 dernières années - 06/2018-06/2023, le SBF 120 DR a progressé de +46,2% alors que le CAC Small DR est stable).

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

Analyse des principales contributions positives sur le 1er semestre :

- **Sopra Steria Group** – Poids moyen : 3,3% / Performance S1 +33% / Contribution : +108bps

Sopra Steria a engagé un rattrapage de performance sur ce premier semestre suite à la publication de bons résultats sur l'année 2022 et le premier trimestre 2023. Le groupe a également renforcé sa présence dans la zone Benelux avec le rachat d'Ordina. Nous avons

allégé notre exposition durant le semestre, le momentum commençant à devenir moins porteur. Nous conservons cependant le titre en fonds de portefeuille, la valorisation restant attractive (<10x EBIT 2023).

- **Kalray** – Poids moyen : 1,5% / Performance +63% / Contribution : +87bps

Kalray, l'un des principaux contributeurs négatifs en 2022 en raison de son profil technologique et d'un certain retard à l'allumage, profite désormais d'un momentum plus soutenu suite à l'annonce d'un jumbo contract fin 2022 démontrant enfin l'adoption de sa technologie, notamment dans le monde des data centers. L'accélération de l'Intelligence Artificielle avec l'émergence entre autres de ChatGPT a mis en valeur les bienfaits de leur technologie.

- **Elis** – Poids moyen : 3,2% / Performance S1 +32% / Contribution : +83bps

Elis poursuit sa recovery post covid-19 dans un contexte très favorable pour l'hôtellerie. Les craintes exagérées fin 2022 quant à l'impact de la hausse de l'énergie ont été en partie gommées suite à l'excellente publication de résultats. Nous continuons progressivement nos prises de bénéfices mais considérons que le titre est toujours sous-évalué, pénalisé par leur niveau de levier financier élevé qui va se réduire d'ici la fin de l'exercice.

<u>Analyse des principales contributions négatives sur le 1er semestre :</u>

- **Reworld** – Poids moyen : 1,8% / Performance S1 -30% / Contribution : -58bps

Reworld Media souffre d'un contexte morose en termes de consommation impactant ainsi leur activité B2C d'achats de magazines et d'abonnements et en conséquence impactant également leur activité publicitaire B2B. De plus l'inflation du prix du papier continue de peser sur la rentabilité du groupe à court terme malgré des hausses de prix et des premiers signaux de stabilisation du prix du papier. Également, l'intégration d'Unify (anciens actifs digitaux de TF1), acquisition réalisée en 2022, semble plus difficile que prévu étant donné le contexte macroéconomique dans lequel ils doivent opérer. A ce stade, nous pensons que le groupe subit un contexte conjoncturel défavorable désormais intégré dans sa valorisation. Nous maintenons notre positionnement.

- **Exail Technologies** – Poids moyen : 4,2% / Performance S1 -9% / Contribution : -43bps

Exail Technologies (ex Groupe Gorgé), principale ligne du fonds, baisse de 9% sur le semestre (et un peu moins de 8% en prenant en compte la distribution en nature d'actions Prodways) malgré une publication de résultats annuels 2022 bien supérieurs aux attentes et au business plan présenté il y a un an lors de l'annonce de l'acquisition de iXblue. Cette décorrélation du cours de bourse par rapport aux performances opérationnelles du groupe est un des nombreux exemples de sociétés délaissées par le marché (mouvement « flight to liquidity » vers les plus grosses capitalisations). Nous conservons nos positions sur ce dossier aux solides fondamentaux, et dont les perspectives de croissance restent très fortes.

- **Vallourec** – Poids moyen : 3,1% / Performance S1 -12% / Contribution : -40bps

Les valeurs exposées aux matières premières et notamment au prix du pétrole ont souffert sur ce début d'année en raison des craintes de récession et d'une reprise plus lente en chine. En conséquence, le prix du baril a baissé de 13,5% depuis le début de l'année. Vallourec ayant un profil « high beta » au vu de son passif malgré une importante restructuration en cours a sous-performé malgré des premiers résultats de la réorganisation favorable. Nous pensons que le point bas semble proche sur le sentiment macro-économique et conservons ainsi notre position sectorielle. Les prochaines publications de résultats devraient prouver au fur et à mesure un changement de statut du titre (deleveraging, amélioration de la rentabilité).

Pour rappel, Top Multi Caps 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.

Nos nombreux échanges avec les dirigeants de sociétés lors des dernières conférences ont 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 disclosé et devrait s'améliorer dès 2024 suite à la baisse des prix de l'énergie
- Confirmation d'une réelle amélioration de la supply chain et d'un retour des prix du fret au niveau précovid
- 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
- La fin de la hausse des prix arrive justifiant la poursuite de la désinflation dans les mois à venir ; certains secteurs cycliques amont commencent à entrevoir des baisses de prix. Ce ralentissement de l'inflation mixée à une amélioration des salaires est de bon augure pour redonner du pouvoir d'achats au consommateur sur la seconde partie de l'année et surtout en 2024
- La croissance en volumes ralentit voire devient négative dans une ampleur mesurée (hors certains segments), conséquence du ralentissement économique en cours mais nous pouvons espérer une inversion de tendance d'ici quelques trimestres par l'effet baisse de prix et les effets de base qui seront plus faciles.

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 en raison de l'effet de base : même si la facture énergétique pourrait être moins forte que prévu (mais attention à la contractualisation effectuée en amont), nous ne devons pas oublier que nous aurons à faire une dégradation des volumes (déstockage après la constitution de stocks de sécurité face à la pénurie et sensibilité du consommateur face à l'inflation).
En revanche, le 2nd semestre et/ou 2024 pourraient 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 ou proche, une réouverture progressive de la Chine et un effet de base qui sera plus raisonnable sur les volumes. Les contraintes supply chain s'estompent également après deux ans difficiles.
La faible performance du marché en dehors de quelques secteurs et/ou grandes valeurs sur ce début d'année démontre bien un certain attentisme des investisseurs en raison de la faible visibilité. Pour autant, nous considérons que de nombreuses craintes sont valorisées actuellement et qu'une inflexion de la part des banques centrales pourrait être le catalyseur dans les mois à venir.

Pour entamer ce 2nd semestre, et 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 soutenir une vision moyen terme. 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. Nous prêtons une attention marquée aux sociétés rentables génératrices de cash et ayant un bilan sain. Top Multicaps a un positionnement blend, mixte entre valeurs de croissance et value.

Nous n'avons participé à aucune IPO sur le premier semestre.

Nous avons en revanche participé à une augmentation de capital : Don'tnod, éditeur et développeur français indépendant de jeux vidéo (<150m€ de capitalisation boursière), qui a levé €46m avec le soutien de Tencent (qui a souscrit 80% de l'opération). Le groupe chinois détient désormais 42% du capital du studio français. Cette augmentation de capital permet de financer dès maintenant le prochain cycle de développement du groupe (montée progressive en gamme et en budgets). L'attrait spéculatif ressort renforcé.

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 0,00% pour l'exercice 2022) ainsi que des commissions de mouvement (0,7176% TTC par transaction, soit 0,68% pour l'exercice 2022).

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

La politique de rémunération de Patrival vise a 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 octroie 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).