



FINANCIÈRE
ARBEVEL

10-12, avenue de Messine
75008 PARIS - FRANCE
Tél : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39
www.arbevel.com

Paris le 18 mars 2013

Depuis sa reprise en mars 2009 par l'équipe de gestion actuellement en place, le fonds Pluvalca France Small Caps a largement accompagné voire amplifié le mouvement de hausse observé sur le segment des petites et moyennes capitalisations. Cette performance n'a pas été linéaire et n'a pas vocation à l'être compte tenu de notre approche basée sur un stock picking marqué et a comporté des phases de sous-performance comme celle dont nous sommes actuellement les témoins.

Il nous paraît donc légitime, comme nous l'avons déjà fait dans le passé, de vous donner quelques clés de lecture du comportement de votre fonds depuis le début de l'année.

« *La structure du fonds* »

Depuis la reprise de la gestion, nous avons cherché à équilibrer la pondération entre valeurs moyennes et petites capitalisations. Ainsi à fin février, la moitié des titres détenus en portefeuille avaient une capitalisation inférieure à 500m€ contre un tiers supérieur à 1 Mds€.

Sur cette période, l'essentiel des vingt premières lignes du fonds a enregistré une performance moyenne de 10% alors que le fonds ne progressait que de 4.7% (le 18/03/13) sur la même période, signifiant ainsi que le reste du portefeuille a contribué négativement à la performance. Ayant constaté que le fonds aurait gagné à être plus concentré nous avons la volonté de renforcer le poids de nos convictions les plus marquées - Top 10 - pour que ces dernières représentent au moins 35% du fonds contre 25% dernièrement.

Nous pensons cependant que plusieurs de nos positions peu contributives à la performance du fonds sur la période n'ont pas démerité sur le plan opérationnel. Les valorisations observées sont faibles par rapport aux multiples historiques, à la valorisation du marché en général et aux niveaux observés lors d'opérations industrielles. Les investisseurs se sont toutefois focalisés sur des sociétés fortement génératrices de free-cash-flow aux valorisations élevées, sur lesquelles nous étions peu exposés.

A ce jour, nous demeurons convaincus que des thématiques de croissance structurelles telles qu'Internet, Paiement/sécurité, Mobilité ou encore restructurations demeurent porteuses.

« Avantage et inconvénient du stock picking »

Si notre stratégie d'investissement axée sur le stock picking a souvent été créatrice de valeur à long terme, elle n'est pas immunisée de phase de divergence de performance à court terme.

Manitou, sur lequel nous avons pris position dans l'anticipation d'une reprise d'activité de la part de loueurs a fortement déçu lors de la publication des résultats, annonçant une dégradation de la marge opérationnelle entraînant un départ inattendu du président. Cette déception représente une performance négative de 0,3%. Nous avons cédé notre ligne en totalité.

Après une augmentation de capital à l'automne, CGG Veritas a pâti du retard dans l'intégration de sa dernière acquisition Fugro et des perturbations inhérentes à ce genre de transaction. La baisse du cours de bourse qui a suivi la publication des résultats a coûté 0,3% de performance au fonds.

Notre scénario macro-économique privilégiant une poursuite de la croissance mondiale à un rythme modéré, une amélioration économique aux Etats-Unis, un ralentissement contrôlé de l'économie chinoise et un arrêt de la dégradation économique en Europe, nous a conduits à nous exposer sur des valeurs sensibles aux matières premières comme Eramet ou Apéram. Malgré des niveaux de valorisations attractifs, le manque de catalyses sur ces valeurs a entraîné des replis respectifs de 18% et 12%, impactant négativement la performance de 0,8%, et nous a conduit à alléger nos positions.

Nous avons maintenu notre position en Steria, considérant l'environnement opérationnel de la société porteur et les inquiétudes sur le bilan de la société injustifiées.

A contrario, nos choix sur des valeurs comme Téléperformance, Haulotte et Plastic Omnium ont généré près de 2,1% de performance sur la période.

« L'intérêt des Smid reste intact »

Nous demeurons convaincus du potentiel de création de valeur qu'offre le compartiment des petites et moyennes valeurs et de la capacité du fonds Pluvalca France Small Caps à participer à ce mouvement d'appréciation à long terme.

Les petites capitalisations sont considérablement moins couvertes par les analystes financiers, ce qui permet d'exploiter des anomalies de valorisations pour extraire de la valeur à moyen terme, mais peut à court terme coïncider avec un désintérêt marqué des investisseurs, et expliquer dans certains cas la sous performance temporaire des positions.

Les petites capitalisations sont souvent considérées comme très domestiques, alors qu'elles sont nombreuses à avoir pris des initiatives pour se développer dans les zones géographiques en forte croissance ou développer des positions concurrentielles sur des niches. Le fonds Pluvalca France Small Caps est composé de plus de 90% de sociétés françaises, elles même parfois peu exposées à la France. Parmi nos principales lignes actuelles, la dépendance à l'économie de l'hexagone est en fait inférieure à 10% à l'instar de Gameloft, Gemalto et Ubisoft qui font partie du peloton de tête mondial dans leur secteur d'activité.

Les petites capitalisations sont enfin les cibles privilégiées d'opérations de fusions et acquisitions. La prime moyenne offerte sur les small & mid caps dans le cadre de ce type d'opérations récentes était en moyenne de 50% sur les derniers cours cotés.

Toute l'équipe de gestion de Financière Arbevel reste à votre entière disposition pour répondre à vos questions éventuelles.

L'équipe de Gestion