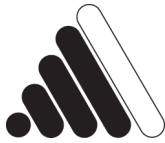


Métropole Euro A

Indice de la catégorie Morningstar
MSCI EMU NR USD

Note qualitative Morningstar



Elite
► Supérieur
 Standard
 Inférieur
 Déficient

Mathieu Caquineau

Analyste Morningstar

Synthèse

Equipe: Le fonds est géré collégialement par une équipe expérimentée de six gérants sous la direction d'Isabel Levy.

Société: Metropole Gestion est une société qui nous paraît prendre en compte convenablement les intérêts des investisseurs.

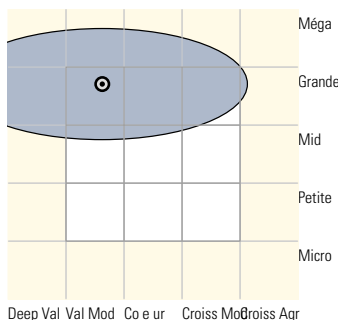
Processus d'Investissement: L'approche est « value » et le portefeuille est investi sur 35 à 45 actions de la zone euro.

Performance: Depuis son lancement en 2002, le fonds affiche un très bon « track record » mais des périodes de sous performance ne sont pas à exclure.

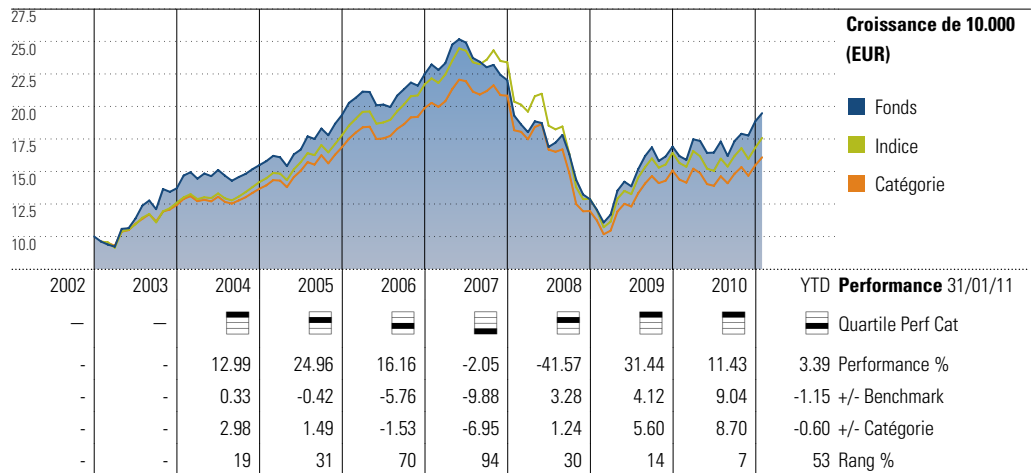
Frais de Gestion: Le total des frais sur encours est inférieur à la médiane de la catégorie.

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

Morningstar Style Box®: Zone d'exposition



● Barycentre du portefeuille
 ● Zone = 75% des positions du fonds
 (au 30/09/10)



Opinion Morningstar

26 nov. 2010 | Metropole Euro bénéficie d'une stratégie d'investissement éprouvée et d'une équipe solide.

Ce fonds est en effet entre les mains d'une équipe de gestion solidement expérimentée qui a été renforcée au fur et à mesure de la progression des actifs. Elle compte aujourd'hui six gérants actions sous la direction d'Isabel Levy. Actionnaire et membre fondateur de Metropole, Levy possède plus de 20 ans d'expérience dans l'industrie. Elle a organisé l'équipe d'une manière peu conventionnelle puisque les gérants ne sont pas répartis formellement par secteur ou par pays mais contribuent à l'ensemble des dossiers. La prise de décision est en outre véritablement collégiale et la stabilité de l'équipe illustre s'il en est que chaque membre adhère pleinement au fonctionnement et à la philosophie d'investissement du fonds.

Cette dernière est clairement orientée vers la recherche de titres sous valorisés. Les gérants investissent dans les actions de la zone euro de grandes et moyennes capitalisations sans référence aux indices. Afin de détecter les titres décotés, l'équipe filtre l'ensemble de l'univers sur des critères simples de valorisation puis ceux jugés intéressants sous soumis à un examen minutieux de leur valeur intrinsèque, à l'aide de méthodes plutôt pragmatiques (comparaison de ratios, multiples de transaction). L'équipe retient souvent le scénario le moins optimiste et l'analyse est complétée par la recherche d'éléments à même de déclencher une revalorisation. L'équipe est très vigilante sur

l'identification de ces catalyseurs afin d'éviter d'investir dans des valeurs décotées mais amenées à le rester. Par exemple, ces six derniers mois, les gérants ont fortement réduit leurs paris sur des titres sous valorisés, mais dont les catalyseurs leur semblaient de moins en moins évidents, tels que France Télécom et Sanofi Aventis.

Cette stratégie solide, commune à l'ensemble des fonds actions européennes de Metropole, a fait ses preuves depuis son lancement en 2002. Le fonds se classe dans le premier quartile de la catégorie de 2002 à fin octobre 2010. Le portefeuille est moins concentré que les autres mandats de l'équipe, 35 à 45 titres contre 25, ce qui explique que la surperformance soit ici moins large. L'approche n'en est pas moins très sélective et conduit à des paris géographiques et sectoriels importants. A fin septembre 2010, le portefeuille n'était, par exemple, pas exposé à l'énergie ou aux services publics. Le biais « value » de l'approche n'est également pas sans risque. Ainsi, en 2006 et 2007, l'équipe était restée à l'écart des valeurs cycliques et celles liées aux matières premières qui tiraient alors les marchés vers le haut, pénalisant la performance relative ces années-là.

Si Metropole Euro n'est pas taillé pour briller dans toutes les configurations de marché, nous pensons que la discipline sur les valorisations dont font preuve les gérants et la cohérence de l'approche devraient continuer d'assurer son succès sur le long terme. Le fonds conserve la note Supérieur.

Catégorie Morningstar: Actions Zone Euro Grandes Cap.
 Catégorie AMF: Actions de la zone Euro
 Benchmark du fonds: 100% EURO STOXX Large TR EUR
 Date de création: 29/11/2002

ISIN: FR0007078753
 Domicile: France
 Statut: FCP
 Devise du fonds: EUR
 Actif net total: EUR 165.19 Mil

Métropole Euro A

Indice de la catégorie Morningstar

MSCI EMU NR USD

Gérant(e)	Gestion Collégiale, Isabel Levy
Gère le fonds depuis	28/11/02
Années sur ce fonds (moyenne)	8.19
Années moyennes d'expérience	13
Années sur ce fonds (max)	8.19
Autres fonds gérés	
Métropole Sélection	
Métropole France	
Métropole Frontière Europe	
Nombre d'analystes	0

Société de gestion
Métropole Gestion

Actifs sous gestion	EUR 1,9 mds
Actifs sous gestion dans cette stratégie	EUR 500 mns

Nombre de titres	35-45
Position maximale	10%
Tracking error ex ante	Aucune
Rotation ex ante	50% p.a.
Limites sectorielles	Aucune
Limites régionales	Aucune
Utilisation tactique du cash	Oui
Couverture du change	Non
Benchmark du fonds	100% EURO STOXX Large TR EUR

Equipe

Le fonds est géré collégalement par une équipe de six gérants sous la direction d'Isabel Levy. Cette dernière possède plus de 20 ans d'expérience dans la gestion et est l'un des membres fondateurs de Métropole, créée en 2002. L'équipe graduellement constituée autour de Levy est de bonne facture et compte désormais six gérants expérimentés (de 7 à 23 ans d'expérience) dont l'organisation est quelque peu inhabituelle. Chaque gérant intervient en effet sur l'ensemble des fonds investis en actions européennes et il n'existe pas au sein de l'équipe de répartition formelle géographique ou sectorielle, chacun pouvant s'impliquer sur des cas d'investissement très différents. La prise de décision est basée sur le consensus mais cela ne semble pas nuire à

Société

Métropole est une petite société de gestion indépendante créée en 2002 et détenue à 90% par les trois membres fondateurs et les salariés. A fin septembre 2010, la société avait 1,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion dont 85% investis en actions européennes, le reste se partageant entre les fonds d'actions japonaises et les stratégies obligataires. Les frais sur les fonds domiciliés en France sont raisonnables, ce qui est malheureusement loin d'être le cas sur les versions luxembourgeoises. Nous regrettons aussi que le bonus des gérants ne soit pas lié directement à la performance des fonds. Ils sont directement intéressés à la profitabilité de la société en tant qu'actionnaires mais cela n'est pas à notre avis la meilleure façon d'aligner leurs intérêts avec ceux des

Processus d'Investissement: Stratégie

Le fonds investit dans les actions de la zone euro de grandes et moyennes capitalisations. La sélection de titres se focalise sur les valeurs décotées. L'équipe filtre dans un premier temps l'univers sur des critères de valorisation pour détecter des situations de décotes apparentes. Les gérants s'attachent ensuite à définir la valeur intrinsèque des sociétés afin de quantifier la sous valorisation. Ils privilégient des méthodes plutôt pragmatiques de comparaison de ratios de long terme au sein d'une industrie, de multiples de transactions passées ou encore d'évaluation par la somme des actifs mais n'ont

l'efficacité de la gestion. Les gérants partagent la même philosophie « value » - commune à l'ensemble de la société - et l'adhésion au style de gestion collégiale est un pré-requis pour rejoindre l'équipe. La stabilité de l'effectif, seulement deux gérants sont partis depuis 2002, témoigne aussi de la bonne culture de la société. Les gérants ne sont pas systématiquement investis dans les fonds gérés mais sont intéressés à la profitabilité de la société en tant qu'actionnaire, une situation qui n'est pas idéale selon nous pour permettre un meilleur alignement avec les intérêts des investisseurs.

investisseurs. Hormis ces réserves, nous pensons que Métropole est une société de gestion qui prend bien en compte l'intérêt de ses investisseurs. L'organisation collégiale des équipes permet une grande transversalité des paris et la société possède une bonne culture d'investissement. Métropole n'a d'ailleurs pas lancé une offre de fonds pléthorique et gère, à ce stade, un nombre de stratégies en adéquation avec ses ressources. Les rapports de gestion mensuels des fonds sont succincts mais relativement complets et mentionnent notamment les frais de gestion et de transactions payés par les investisseurs, une marque de transparence assez rare pour être soulignée.

pas recours aux « cash flows » actualisés, une méthode généralement moins conservatrice selon eux. La recherche est souvent complétée par la rencontre des dirigeants afin de s'assurer d'une fine compréhension des métiers de l'entreprise. Cette étape plus qualitative permet aussi d'identifier des catalyseurs de revalorisation pour éviter d'investir dans des titres décotés mais amenés à le rester. Le portefeuille est concentré – autour de 35 à 45 titres – mais est moins compact que les autres mandats gérés par l'équipe (autour de 25 positions). Son exposition sectorielle ressemble peu à celle de l'indice ou des fonds concurrents. Le cash est utilisé jusqu'à 10% des actifs, ce qui est modeste par rapport à d'autres fonds qui suivent une stratégie « value ».

Métropole Euro A

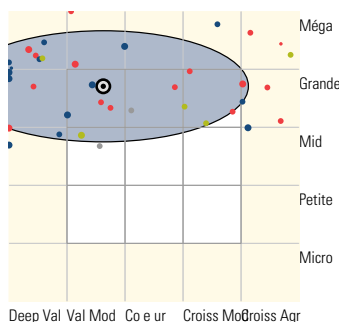
Indice de la catégorie Morningstar
MSCI EMU NR USD

Ind. Valorisation	Fonds	Rel Cat
Cours/Bénéfices	11.72	1.15
Prix d'achat/vente	0.53	0.81
Cours/Actif net	1.07	0.86
Cours/Cash flow	3.53	1.03
Rdt en dividende	2.84	0.67

Ind. Croissance	Fonds	Rel Cat
Bénéfices LT	7.84	1.14
Bénéfices Hist.	-19.32	0.87
Ventes	-5.62	0.34
Cash Flows	-8.30	0.60
Valeur Comptable	-4.23	10.78

Capitalisation EUR 18696.54 Mil
moyenne

Carte de style Morningstar du Portf.



● Barycentre du portefeuille
● Zone = 75% des positions du fonds
(au 30/09/10)

5 premières régions	%
Eurozone	87.22
Europe - sauf Euro	6.55
Royaume-Uni	6.22

Principaux pays	%
France	37.47
Allemagne	32.66
Pays-bas	8.91
Suisse	6.55
Royaume-Uni	6.22

Marchés	%
Pays Développés	100.00
Marchés Emergents	0.00
Non Classifié	0.00

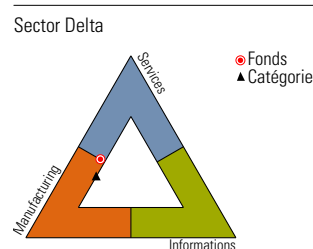
Processus d'Investissement: Positionnement du Portefeuille

Le positionnement du fonds dans la Morningstar Syle Box reflète clairement la philosophie d'investissement « value » de l'équipe. Le portefeuille est ici moins concentré que les autres mandats gérés par l'équipe – 38 titres en portefeuille au 30 septembre 2010 - mais affiche les mêmes biais géographiques et sectoriels qui résultent de la sélection de titres. Par exemple, l'équipe est restée à l'écart ces dernières années du marché espagnol jugé trop cher. A fin septembre, le fonds n'est pas exposé à ce pays mais est surpondéré sur la France par rapport à la moyenne de la catégorie (37,5% contre 36%). Les gérants trouvent là de nombreuses opportunités qui

Allocation d'actifs	% d'actifs	long %	short %	net %
Actions	92.38	0.00	92.38	
Obligations	0.00	0.00	0.00	
Liquidités	7.02	0.00	7.02	
Autres	0.61	0.00	0.61	

Principales positions	% d'actifs 30-09-10
Daimler AG	5.91
BNP Paribas	5.24
Capgemini	4.34
Deutsche Bank AG	4.13
Bayerische Motoren Werke AG	3.89
Adecco SA	3.74
Heineken N.V.	3.45
Peugeot	3.43
Societe Generale	3.32
Randstad	3.03
Unicredit SpA	2.95
Air France-KLM	2.93
Adidas Ag	2.75
Sap AG	2.75
Schneider Electric	2.48
Saint-Gobain	2.47
Allianz SE	2.36
Novartis AG	2.31
SAGEM	2.31
Siemens AG	2.20
Total lignes actions/obligations	38/0
%age 10 premières lignes	40.50

correspondent à leurs critères de valorisations. Au niveau sectoriel, l'équipe reste toujours à l'écart des valeurs dans l'énergie, dont le potentiel de hausse n'est pas suffisant selon eux, et des services aux collectivités. Sur les financières (25,7% des actifs au 30 septembre), l'équipe a réduit son pari sur Unicredit, déçu par les résultats récents mais voit toujours des catalyseurs en place - notamment l'exposition aux pays de l'Est - pour faire progresser le cours. Enfin, depuis la fin 2009, l'équipe a fortement réduit ses paris sur des titres décotés mais dont les catalyseurs de revalorisations lui paraissent moins clairs tels que France Télécom et Sanofi. Les valeurs plus cycliques, comme Daimler, Infineon et ArcelorMittal, ont bénéficié de cet arbitrage.



Poids sectoriels	%	Rel Cat
Information	13.89	0.84
Logiciels	8.02	3.08
Matériel informatique	2.44	3.73
Médias	2.24	0.76
Télécommunications	1.19	0.12
Service	43.15	1.27
Santé	3.79	0.53
Services aux consommateurs	1.57	0.48
Services aux entreprises	10.97	4.73
Services financiers	26.82	1.26
Production	42.96	0.87
Biens de consommation	25.69	1.89
Matériaux industriels	14.99	0.80
Energie	2.28	0.25
Services publics	0.00	0.00

Métropole Euro A

Indice de la catégorie Morningstar
MSCI EMU NR USD

Glissant (EUR)	Perf %	+/- Bmark	+/- Cat	Percent tile Cat
3 mois	8.86	4.16	3.97	1
6 mois	12.58	2.62	2.56	11
1 An	20.41	8.09	8.45	5
3 Ans Annualisé(s)	0.32	5.11	4.35	8
5 Ans Annualisé(s)	-0.79	0.25	0.90	27
10 Ans Annualisé(s)	-	-	-	-

Stats MPT	3 Ans	Rel 5 Ans Cat	Rel Cat
R ²	92.74	— 91.76	—
Bêta	0.92	— 0.92	—
Alpha	4.56	— -0.08	—

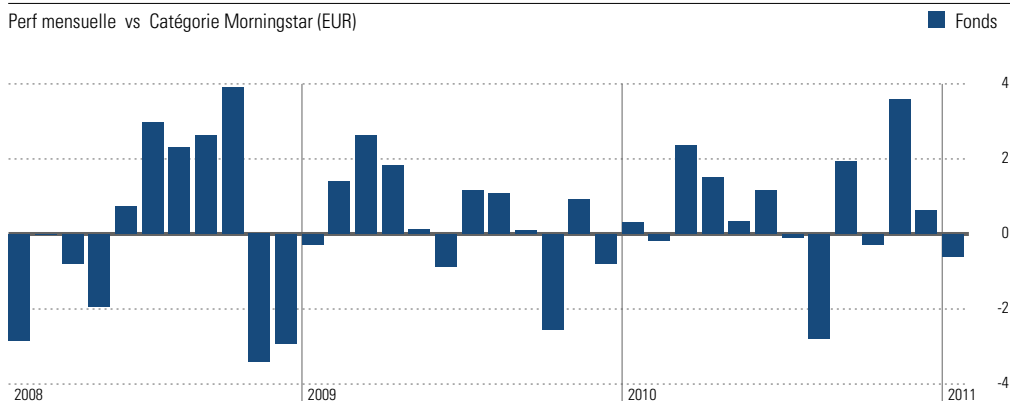
Vol. & Risque (perf.ajust.)	3 Ans	Rel 5 Ans Cat	Rel Cat
Ecart-type	21.92	0.99 18.82	0.98
Moyenne	0.22	-1.57 0.08	8.00
Ratio de Sharpe	0.03	— -0.09	—
Ratio d'information	0.81	9.00 0.04	-0.22
Treynor Ratio	-1.78	— -3.70	—

Analyse de la performance

L'équipe a bâti un bon historique de performance depuis le lancement du fonds. De décembre 2002 à fin octobre 2010, le fonds a dépassé la moyenne de la catégorie de 2,13% par an en moyenne et a battu 87% de ses concurrents sur la période. La surperformance est notable mais moins large que sur les autres fonds de l'équipe où l'approche est similaire mais les paris plus concentrés. La focalisation sur les valorisations est susceptible de placer le fonds derrière ses concurrents en phase d'excès d'optimisme sur les marchés. L'équipe a ainsi sous pondéré dès 2006 les valeurs cycliques et celles liées aux matières premières, laissant le fonds à l'écart d'une partie

de la hausse en 2006 et 2007. Le fonds a très bien profité du rebond des marchés depuis mars 2009, notamment grâce à un positionnement sur des valeurs cycliques délaissées par les investisseurs au plus fort de la crise. Le fonds conservait une avance confortable sur ses pairs à fin octobre 2010 (+4,09%), portée par une très bonne sélection de titres.

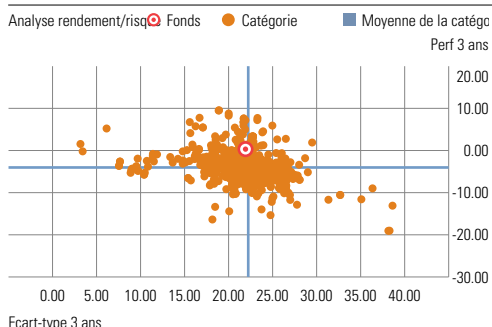
Perf mensuelle vs Catégorie Morningstar (EUR)



Rendement et Risque

L'approche « value » et les paris sectoriels qui en découlent peuvent laisser le fonds à l'écart – au moins temporairement – des hausses de marchés. Le portefeuille est relativement concentré, un facteur de risque supplémentaire, mais le fonds ne s'est toutefois pas montré plus volatil que ses pairs sur trois et cinq ans

à fin octobre 2010. Les actions aux caractéristiques « value » en portefeuille tendent à être moins volatiles que celles avec un profil « croissance » et l'équipe peut garder jusqu'à 10% du fonds en liquidités, ce qui contribue également à réduire la volatilité de l'ensemble.



Morningstar Rating™ (Rel Cat)	Performance Morningstar	Risque Morningstar (par rapport à la catégorie)	Morningstar Rating™
3-Ans	> Moy	Moy	★★★★
5-Ans	> Moy	< Moy	★★★★
Overall	> Moy	< Moy	★★★★

Frais de Gestion

Le TER est inférieur à la médiane de la catégorie Actions Zone Euro Grandes Capitalisations (1,70%).

Frais d'entrée max %	4.00
Frais de gestion annuels max %	1.50
Total des frais sur encours %	1.60