

ESQUISSE

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO

N°45
JUILLET-AOÛT 2023





DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Dominique Villeroy de Galhau

EDITÉ PAR :
Financière Tiepolo
RCS 498 003 268
7, rue de Tilsitt 75017 Paris
www.tiepolo.fr - contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78
Société de gestion de portefeuilles agréée
par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)
sous le numéro GP 07-000019
AMF - www.amf-france.org

CRÉDIT PHOTO COUVERTURE :
UNSPLASH / Jez Timms

CONCEPTION ET RÉALISATION :
www.agencele6.com



p.4

ÉDITO

La charrue avant les bœufs ?

p.6

GESTION PRIVÉE

Redécouvrez l'épargne retraite avec le PER

p.8

GESTION COLLECTIVE

Le fonds Tiepolo Europe : concentré de croissance

p.10

ZOOM SUR...

Neoen : un leader dans l'énergie renouvelable

LA CHARRUE AVANT LES BŒUFS ?

L'analyse extra-financière impacte désormais les cours de bourse au même titre que l'analyse financière. Problème : nous manquons de données fiables.

Depuis les accords de Paris COP 21 et les nombreux textes européens sur les enjeux du changement climatique, toutes les activités de services financiers doivent, de par la loi, prendre en compte dans leurs analyses des critères environnementaux. Ceux-ci, combinés aux éléments *S* pour sociétaux et *G* pour gouvernance, sont appelés critères extra-financiers et viennent compléter ceux, plus classiques, d'analyse financière des entreprises.

La pression exercée par les associations, les activistes, les gouvernements et une avalanche de textes réglementaires crée une forte pression sur les professionnels de la gestion. Ces critères extra-financiers sont désormais pris en compte dans les décisions d'investissements, influençant ainsi la détermination du cours de bourse d'une société cotée. Quelles que soient les opinions personnelles sur ces sujets, la responsabilité d'un gérant

de portefeuilles est désormais de les intégrer dans son analyse pour prendre les bonnes décisions d'investissements pour ses clients.

Seulement, la difficulté actuelle de l'analyse extra-financière repose sur une absence de normes de calcul et de reporting à l'échelle internationale. De telles normes comptables existent en matière d'analyse financière (US GAAP, IFRS). Elles permettent des comparaisons probantes. Rien de tel aujourd'hui dans les critères extra-financiers, chaque pays, chaque agence de notation, chaque groupe de pression va des siens propres. Les législateurs ont donc mis la charrue avant les boeufs en laissant les gérants faire au mieux et les actionnaires finaux perdus devant une avalanche de termes technocratiques difficilement compréhensibles, tels que taxonomie, investissement durable et incidences négatives... Une, deux ou trois normes internationales sont en



ROLAND
DE DEMANDOLX-
DEDONS
Président



PHILIBERT
DE RAMBUTEAU
Directeur Général

cours de construction mais prendront des années avant de s'imposer.

C'est pourquoi, les gérants ont été amenés à élaborer eux-mêmes un cadre d'analyse extra-financière. Celui de **Tiepolo** est synthétisé dans une charte ESG disponible sur notre site internet www.tiepolo.fr.

Néanmoins, il serait faux de penser que ces critères extra-financiers seront, à l'avenir, les seuls pourvoyeurs de performances futures, renvoyant l'analyse financière classique au second rang. Le pire serait justement d'opposer ces notions comme certains sont tentés de le faire.

L'univers du gérant de portefeuilles d'actions cotées en bourse évolue mais pas sa responsabilité première vis-à-vis de ses clients, celle de répondre à leurs besoins. Ceux-ci sont divers : conserver un capital acquis ou hérité, le valoriser

dans le temps, le transmettre ou tout à la fois. Chez **Tiepolo**, nous restons animés par ces seuls objectifs tout en nous adaptant à un univers changeant.

Nous vous
remercions
de votre
confiance et
vous souhaitons
un bel été

* Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.

REDÉCOUVREZ L'ÉPARGNE RETRAITE AVEC LE PER

Le **PER** (Plan d'Épargne Retraite) est le 3^e étage des dispositifs de retraite français. En complément de la sécurité sociale et des dispositifs complémentaires, il permet d'épargner pour sa retraite tout au long de sa vie professionnelle.

Il a été créé par la loi Pacte en 2019 pour assouplir et harmoniser les différents dispositifs de retraite facultatifs en regroupant ceux-ci au sein de trois compartiments : un compartiment individuel (ex-*PERP* et *Madelin*), un collectif (ex-*PERCO*) et un catégoriel (ex-*Article 83*). Nous mettrons ici l'accent sur le **PER** individuel qui, compte tenu de son intérêt fiscal immédiat, peut constituer un placement utile à réaliser avant la fin 2023.

UN AVANTAGE FISCAL SUBSTANTIEL À L'ENTRÉE, TEMPÉRÉ PAR UN BLOCAGE DES FONDS JUSQU'À LA RETRAITE ET UNE IMPOSITION À LA SORTIE

Le **PER** individuel (ou **PERin**) vous permet d'épargner librement chaque année tout en déduisant de votre revenu imposable 100 % des versements réalisés dans la limite de plafonds spécifiques.

L'épargne, ainsi constituée chaque année, a vocation à être placée dans une optique de long-terme pour être utilisée pendant votre retraite. Comme les versements bénéficient

d'avantages fiscaux à l'entrée, le **PER** est imposé à la sortie. La fiscalité appliquée sera le barème de l'impôt sur le revenu pour les capitaux versés et le PFU (Prélèvement Forfaitaire Unique) de 30% pour les gains.

DES MODALITÉS DE SORTIE ASSOULIES

Avant la retraite

Il existe des cas exceptionnels de sortie avant la retraite : achat de votre résidence principale (moyennant l'imposition des capitaux versé et des gains accumulés), invalidité, décès du conjoint, fin de droits aux allocations chômage et situation de surendettement.

Après le départ en retraite

Le grand avantage du **PER** réside dans la sortie libre sous forme de capital, lors d'un rachat total ou de rachats partiels. Aucun âge limite de liquidation n'étant imposé, il est possible de conserver tout ou partie de votre **PER** jusqu'au décès et de la transmettre à vos héritiers ou au(x) bénéficiaire(s) de votre choix, à l'instar d'un contrat d'assurance vie. Le **PER** peut dès lors représenter un outil de **transmission efficace**, d'autant plus



ROMAIN DELETTREZ
Gérant de portefeuilles

au profit du **conjoint survivant** dans la mesure où celui-ci est **totale**ment **exonéré de droits de succession**.

LA GESTION FINANCIÈRE DU PER

Le **PER** est un placement de **long-terme** qui doit être activement géré pour valoriser le capital dans le temps. Les supports financiers accessibles dans le **PER** sont identiques à ceux des contrats d'assurance vie, *PERP* et contrats *Madelin* et des comptes titres, à savoir :

- les fonds en euro à capital garanti,
- les fonds actions, obligataires et monétaires,
- les titres en direct,
- dans les **PER** proposés par **Tiepolo**, nos fonds investis en actions françaises, européennes et américaines avec la possibilité de nous confier la gestion financière.

En outre, nous vous recommandons de **mettre en place des versements programmés** sur votre **PER** afin de **lisser vos investissements** et **diminuer**, dans une certaine mesure, **vos sensibilité à la volatilité des marchés**.

TRANSFÉRABILITÉ DES PLANS EXISTANTS VERS LE PER

Nous vous recommandons de basculer l'épargne retraite déjà constituée dans des contrats anciens (*PERP*, *Madelin*, *Préfon*, *Corem*...) vers un **PER**.

Le transfert peut concerner aussi des **PER** souscrits à l'extérieur et, sous certaines conditions, des contrats dits *Article 83* (retraites supplémentaires d'entreprise).

Vous vous interrogez sur l'opportunité d'ouvrir un PER et/ou d'y transférer un plan existant ? Nous vous invitons à nous consulter dès maintenant.

*Les informations ci-dessus ont été puisées aux meilleures sources, sont non contractuelles, données sauf erreurs ou omissions de notre part et ne sauraient engager notre responsabilité.



LE FONDS TIEPOLO EUROPE* CONCENTRÉ DE CROISSANCE

Le fonds Tiepolo Europe a fait l'objet de changements importants ces trois dernières années (évolution de la stratégie, fusion-absorption) mais toujours dans un but unique : proposer un produit adapté et différent à notre clientèle, tout en maintenant la cohérence de la gamme des fonds Tiepolo.

2023 marque la fin de ce processus de restructuration. Le fonds **Tiepolo Europe** est aujourd'hui un véhicule d'investissements axé sur les grandes capitalisations européennes avec un biais « Croissance » assumé mais sélectif. Malgré un contexte macro-économique compliqué en début d'année (inflation encore élevée, resserrement monétaire), les indices européens ont fait preuve d'une belle vigueur sur le semestre : la majorité des indices européens (Francfort, Paris, Milan, Madrid) enregistre une performance à deux chiffres depuis le début d'année.

Pour autant, nous pensons que le potentiel reste intact sur les actions du vieux continent. L'écart de valorisation entre les indices américains et européens a rarement été aussi élevé : 20x les bénéfices pour le S&P 500 contre 13x pour le *Stoxx Europe 600*. Parallèlement, les actions européennes recèlent de nombreuses qualités intrinsèques.

Elles sont fortement exportatrices (60% de leurs chiffres d'affaires en moyenne contre 29% aux Etats-Unis). Les banques opèrent dans un environnement beaucoup plus régulé, ce qui est le gage d'un système financier sûr et stable. Enfin, les estimations de croissance des bénéficières pour 2023 sont particulièrement prudentes (-0,8%) mais avec de fortes disparités (énergie -23%, financières +19% et technologiques +23%, entre autres) et de possibles révisions à la hausse.

Par ailleurs, nous commençons à observer un retour de l'intérêt en Europe pour des acquisitions emmenées par des fonds étrangers qui, semble-t-il, sont prêts à dépenser leurs dollars sur le vieux continent (tentatives sur *Woodgroup*, *Covestro*, rumeurs autour d'*Ocado*...). Enfin, les entreprises européennes se sont mises à racheter leurs propres titres, signe que les bilans sont très sains et que les valorisations sont effectivement attractives. Notre fonds est majoritairement investi en Europe, avec une pondération limitée à la France (35%), et dans des sociétés dont le modèle d'affaires est compréhensible et ayant fait ses preuves. La notion de « pricing power » est toujours au centre de notre sélection de titres : marques incontournables (**Dior**, **Ferrari**, **Nestlé**),



CHRISTOPH PRADILLON
Gérant de portefeuilles

leaders mondiaux incontestés (**ASML, Novo Nordisk, Dassault Systèmes**), acteurs en situation d'oligopole sur des marchés à fortes barrières à l'entrée (**Siemens Healthineers, Airbus, Linde**), leaders régionaux (**FDJ, IMCD, Nemetschek**)... Cette sélection est un condensé de sociétés en croissance, opérant sur des modèles visibles, récurrents et résilients. Ceci se traduit par une valorisation moyenne pondérée du fonds supérieur à l'indice *Stoxx Europe 600* (19x les bénéfiques) mais avec des caractéristiques sous-

jacentes supérieures, telles le rythme de croissance, le niveau de marge bénéficiaire et la solidité du bilan. Sur le plan sectoriel, **Tiepolo Europe** fait la part belle aux entreprises technologiques (25%) et industrielles (24%).

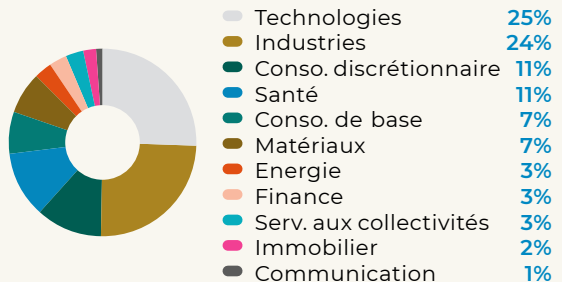
Si la sélection se fait titre par titre et après nos diligences ESG*, nous veillons à ce que l'allocation du fonds soit en phase avec les thématiques porteuses, telles l'évolution des modes de consommation, la digitalisation, la mobilité, la santé et le bien-être, la productivité ou encore la transition écologique.

5 premières positions

Christian Dior	6,02%
ASML	3,80%
Capgemini	3,70%
Linde	3,60%
Siemens Healthineers	3,00%

Répartition sectorielle du portefeuille

Données au 29/06/2023



*D'ici fin 2023, le fonds **Tiepolo Europe** sera aligné à la réglementation européenne SFDR niveau 8 qui l'engage en matière de respect de critères ESG dans son processus d'investissement. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps. Sources : Tiepolo, Factset.



UN LEADER DANS L'ÉNERGIE RENOUVELABLE

NEOEN

Créé en 2008 par l'homme d'affaires Jacques Veyrat et l'actuel président directeur général Xavier Barbaro, **Neoen** s'est progressivement imposé comme un acteur de référence dans le domaine des énergies renouvelables. Premier producteur d'électricité verte en France où le groupe génère près du quart de ses revenus totaux, il est surtout très bien implanté à l'international.

Il réalise en effet l'essentiel de ses ventes en Australie (43% de son chiffre d'affaires), en Europe-Afrique (18%) et sur le continent sud-américain (15%). Une quinzaine de pays sont ainsi couverts par **Neoen** dont le modèle d'activités lui permet de s'adapter aux spécificités locales. La société alterne entre des infrastructures solaires (39% de son chiffre d'affaires), éoliennes (43%) ou de stockage (18%) qu'il conçoit, construit et détient (à 92% au 31 décembre dernier) au gré de la demande. Cette diversification est de nature à lui permettre de faire face à des conditions climatiques par essence imprévisibles, ce qui explique la résilience de ses revenus qui ont dépassé 500 M€ en 2022.

Pour autant, son parcours boursier (entamé en octobre 2018) a connu quelques soubresauts. Porté par la thématique de la transition énergétique, le titre a d'abord connu une période faste avant d'être davantage chahuté. Plusieurs raisons peuvent être évoquées mais la principale concerne les deux augmentations de capital successives réalisées par le groupe en

2021 et 2023. D'un montant respectif de 600 M€ et 750 M€, ces opérations ont inquiété autant qu'elles ont surpris les investisseurs. Annoncée en mars dernier, la dernière est destinée à assurer le financement du groupe jusqu'en 2025 mais elle a été fortement sanctionnée par le marché (-14% la séance suivant le communiqué) du fait de son montant, alors que les investisseurs s'attendaient à une opération plus petite. En outre, la société n'avait pas relevé son objectif d'EBITDA malgré une demande significative de capitaux. C'est après cette forte baisse que nous avons décidé d'investir dans le titre.

Nous pensons que la création de valeur est indéniable. Ces augmentations de capital sont avant tout le signe d'une demande exponentielle dont **Neoen** devrait grandement profiter. Avec une capacité en opération ou en construction de 6,6GW en 2022 (soit l'équivalent de six réacteurs nucléaires), le groupe s'est d'ores et déjà considérablement développé puisque ce chiffre induit une croissance annuelle moyenne de 31% depuis 2018, lorsque la capacité totale



SIMON QUINOL-HERAUD
Analyste financier

des actifs de **Neoen** dépassait à peine 2GW. Plus significatif, le portefeuille de projets qu'il porte continue de croître encore plus rapidement, à 12,8GW en décembre dernier contre 8,5GW un an auparavant.

A moyen et long terme, les facteurs de croissance sont indéniables alors que la transition énergétique incite à plus d'emploi d'énergies renouvelables. En 2022, l'éolien et le solaire représentaient 12,5% du mix énergétique dans le monde, un niveau inférieur aux prévisions de production à long terme de l'agence internationale de l'énergie. Dans ce contexte, **Neoen** devrait continuer à croître durablement et atteindre des capacités en opération ou en construction de 20GW en 2030, soit 20% de celles d'un groupe comme TotalEnergies. Un exploit pour un acteur indépendant qui a su préserver son ADN

grâce au soutien de ses actionnaires historiques, à commencer par la holding d'investissement IMPALA qui détient toujours plus de 40% du capital. Enfin, le groupe revêt évidemment un aspect spéculatif pour un acteur désireux de « verdir » son activité.

Tous les voyants sont donc au vert pour **Neoen** qui a annoncé, le 20 juin, le relèvement de son objectif d'EBITDA pour 2025 après avoir signé un contrat important en Australie et intégré quelques cessions d'actifs. Preuve en est que sa profitabilité a bien vocation à progresser.

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.

Neoen en quelques chiffres

En millions d'euros	2022	2023(e)	2024(e)
Chiffre d'affaires	503,2	585,3	691,9
Marge opérationnelle	45,9%	50,5%	48,0%
Résultat net	45,7	88,7	98,3
Endettement net	2 887	3 079	4 172
EV/EBITDA (X)	18,1x	14,2x	12,2x

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO



ESQUISSE

N°45
JUILLET-AOÛT 2023

TIEPOLO

7, rue de Tilsitt 75017 Paris
contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78

Société de gestion de portefeuilles agréée par l'AMF

www.tiepolo.fr