

ESQUISSE

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO

N°47
MAI 2024





DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Dominique Villeroy de Galhau

EDITÉ PAR :
Financière Tiepolo
RCS 498 003 268
48 avenue Victor Hugo, 75116 Paris
www.tiepolo.fr - contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78
Société de gestion de portefeuilles
agrée par l'Autorité des Marchés
Financiers (AMF) sous le numéro
GP 07-000019
AMF - www.amf-france.org

CRÉDIT PHOTO COUVERTURE :
Unsplash/Steven Wright

CONCEPTION ET RÉALISATION :
www.agencele6.com



p.4

ÉDITO

Pourquoi les indices boursiers vont continuer à progresser

p.6

GESTION PRIVÉE

Avez-vous pensé à évaluer vos droits de succession ? Chiffrage et actions possibles

p.8

GESTION COLLECTIVE

Le fonds Tiepolo PME, quand investissement de proximité rime avec opportunité

p.10

ZOOM SUR...

Eli Lilly et Novo Nordisk : en pole position sur le marché de l'obésité

POURQUOI LES INDICES BOURSIERS VONT CONTINUER À PROGRESSER

Alors que le CAC 40 gravite autour de la barre symbolique des 8.000 points, le débat resurgit sur la cherté des indices, leur soi-disant déconnexion par rapport à la réalité économique et politique et surtout le ressenti des uns et des autres.

Tout le monde semble pourtant oublier que, depuis la nuit des temps, notre planète vit en crise permanente. Pour s'en convaincre, il suffit par exemple, d'ouvrir la Bible au Livre de la Genèse avec l'histoire de Moïse (-1.500 avant JC) : guerres, holocaustes, invasions, déportations, crises économiques et politiques ont toujours existés.

Le premier constat à affirmer est que notre monde ne va certainement pas bien mais il ne va pas plus mal qu'avant. Il est nouveau et différent.

Le deuxième constat à appréhender concerne justement les indices boursiers. Il faut bien comprendre que **leur unique vocation est de progresser dans le temps**. Ils reflètent la qualité et la réalité des développements des différentes entreprises qui le composent. Leur composition est revue régulièrement par les comités chargés de la valider. Une fois par an, en moyenne, des changements sont opérés au sein des indices consistant à faire sortir les mauvais élèves de la classe pour y faire entrer les élèves méritants. Nous n'avons encore jamais entendu

personne se plaindre de cet « élitisme » qui n'est guère en vogue dans notre société actuellement...

Il est ainsi facile de comprendre que les performances annuelles des indices sont en réalité très largement biaisées par leur composition, laquelle est modifiée au gré des succès et des insuccès.

Intéressons-nous un peu plus au fameux CAC 40.

Il a été créé le 1^{er} janvier 1988 à 1.000 points. Il faisait suite à une crise boursière violente entre octobre et décembre 1987, au cours de laquelle les indices mondiaux avaient perdu près de 30%.

Nous sommes aujourd'hui, 36 ans plus tard, à 8.100 soit un rendement annualisé de 5,9%, sans compter les dividendes. Or, à l'instar de tous les grands indices mondiaux, il convient de les intégrer dans le calcul de la performance. En ajoutant les dividendes distribués par les entreprises du CAC 40 depuis 1988, l'indice ressort à 18.400, soit un rendement annualisé de 8,4%.



ROLAND
de DEMANDOLX-
DEDONS
Président



PHILIBERT
de RAMBUTEAU
Directeur Général

En regardant dans le rétroviseur, il est facile de se souvenir que depuis 1988, les accidents de parcours ont été nombreux et violents comme la guerre Koweït-Irak en 1990, les crises financières en Argentine en 1994 et Europe Centrale en 1997, l'éclatement de la bulle internet en 2000, les attentats de New-York en 2001, le coup de tête de Zidane à *Materazzi* en finale de la coupe du Monde de football en 2006 🤔, la crise des *subprimes* entre 2007 et 2009, en sus des scandales Kerviel et Madoff, sans omettre la Covid-19 en 2020 et la guerre en Ukraine en 2022, cette liste est non exhaustive.

Un tiers des titres qui composaient cet indice en 1988 n'existent plus ou ne sont plus cotés. Aucune des trois principales capitalisations de l'époque ne figure dans les 10 premières aujourd'hui et, inversement, les trois premières sociétés actuelles du CAC 40 (*LVMH*, *L'Oréal*, *Hermès*) ne figuraient pas dans les premières de l'époque. Le secteur du luxe (34% de l'indice ce jour) représentait moins de 5% en 1988 et Hermès n'était même pas coté quand LVMH n'existait pas sous sa forme actuelle...

La hausse des indices actions n'est donc pas terminée. Le temps du CAC à 10.000 points et celui du NASDAQ ou du S&P 500 (l'indice le plus efficient du monde) au-delà de leurs records actuels, approche chaque jour un peu plus. Attention : cela ne se fera pas de façon linéaire ni sans à-coups qui viendront « animer » les marchés.

La tendance à la hausse sur longue période, portée par le développement continu de l'économie réelle et des fleurons industriels et commerciaux cotés en bourse, ne sera pas remise en cause.

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

AVEZ-VOUS PENSÉ À ÉVALUER VOS DROITS DE SUCCESSION ?

CHIFFRAGE ET ACTIONS POSSIBLES

Si elle n'est pas préparée, la transmission de votre patrimoine pourra se révéler coûteuse pour vos héritiers. Certaines dispositions peuvent heureusement être prises en amont pour améliorer la situation.

Prenons l'exemple de Monsieur (68 ans) et Madame (63 ans), mariés sous le régime de la séparation de biens. Ils ont 3 enfants ainsi que 5 petit-enfants. Leur patrimoine est composé comme suit :

Désignation	Monsieur	Madame
Biens immobiliers		
Résidence principale (50% / 50%)	750 000 €	750 000 €
Résidence secondaire	-	500 000 €
Immobilier locatif	-	800 000 €
Total immobilier	750 000 €	2 050 000 €
Valeurs immobilières		
PEA Mr	200 000 €	-
PEA Mme	-	100 000 €
Comptes titres ordinaire Mme	-	250 000 €
Liquidités		
Divers comptes et livrets	30 000 €	30 000 €
Total financier	230 000 €	380 000 €
Total des actifs	980 000 €	2 430 000 €
	3 410 000 €	

LE CONSTAT

Estimation des droits de succession en cas de pré-décès de Monsieur puis de Madame¹ :

Succesion de Monsieur	
Actif successoral	830 000 €
Droits de succession par enfants (hors frais)	11 394 €
Droits de succession totaux hors frais	34 182 €
Succesion de Madame	
Actif successoral	2 430 000 €
Droits de succession par enfants (hors frais)	155 962 €
Droits de succession totaux hors frais	467 886 €
Fiscalité totale de la transmission	502 068 €

>> La succession de Madame (2nd décès) est très coûteuse car son patrimoine est conséquent. Il est en outre transmis aux enfants en une fois sans qu'ils ne bénéficient des effets du démembrement (contrairement à la 1^{ère} succession).

LES PISTES D'OPTIMISATION

Certaines préconisations pourraient être données à Madame en vue de diminuer le

¹Hypothèses retenues : au premier décès, le conjoint survivant opte pour l'usufruit de la succession ; abattement de 20% sur la résidence principale au premier décès ; les abattements en ligne directe sont disponibles.

** Les investissements dans les instruments financiers comportent des risques et peuvent entraîner la perte de tout ou partie de votre investissement initial. Les rendements ne sont pas garantis.*



ALEXIS REIGNERON
*Ingénieur
Patrimonial*

coût de sa transmission (elles ne sont pas exhaustives) :

1/ A l'approche de ses 70 ans, la clôture du PEA et du compte titres, la cession d'une partie de l'immobilier locatif en vue d'investir 800 K€ en assurance vie (bénéficiaires enfants et petits-enfants). *L'assurance vie offre la possibilité de transmettre jusqu'à 152 500 € en franchise de droits à chacun des bénéficiaires (au-delà, les capitaux sont soumis à un taux de 20% jusqu'à 700 000 € puis 31.25%).*

2/ La donation de la résidence secondaire avec réserve d'usufruit.

Madame ne transmettrait que la nue-propriété du bien à ses enfants et en conserverait ainsi l'usage (et les éventuels revenus). Madame étant âgée de moins de 71 ans, la nue-propriété est à ce jour valorisée à 60%, soit 300 K€. La donation serait donc couverte par les abattements (3 x 100 000 €) et ne serait donc pas taxée. Au décès de Madame, les enfants recueilleraient la pleine et entière propriété du bien sans acquitter de droits supplémentaires.

²A patrimoine constant ; hypothèse d'un décès après la reconstitution des abattements (15 ans à compter de la donation)

BILAN

Estimation des droits de succession après mise en œuvre des opérations décrites ci-avant² :

Succession de Madame	
Actif successoral	1 130 000 €
Droits de succession par enfants (hors frais)	53 527 €
Droits de succession totaux hors frais	160 582 €

Soit une économie de droits de succession d'environ 300 000 €.

Nous sommes à votre disposition pour mener cet exercice avec vous et vous proposer des solutions visant à préparer la transmission de votre patrimoine. Nous disposons en outre d'un réseau de notaires partenaires auprès desquels nous pouvons vous recommander pour la mise en œuvre de certains actes (notamment les donations).



LE FONDS TIEPOLO PME* QUAND INVESTISSEMENT DE PROXIMITÉ RIME AVEC OPPORTUNITÉ

Notre fonds dédié aux petites capitalisations a fêté ses 10 ans en décembre 2023. C'est l'occasion de dresser un bilan et de proposer quelques perspectives.

Depuis l'origine, Tiepolo PME est investi majoritairement sur des secteurs que l'on qualifie de « traditionnels » comme les industries (à forte valeur ajoutée), la distribution spécialisée ou la logistique. En outre, 36% du fonds sont exposés aux logiciels et services informatiques (les valeurs dites « de la Tech»). Les modèles d'affaires simples sont plébiscités. Les entreprises sélectionnées sont en bonne santé financière, très peu voire pas endettées. Souvent, ce sont des leaders mondiaux dans leurs secteurs d'activité souvent de niches et constituent vraiment des fleurons de l'industrie française.

En outre, 95% du portefeuille sont des sociétés familiales (la famille fondatrice est actionnaire de référence et/ou est en charge de la gestion opérationnelle) garantissant l'alignement des intérêts entre les actionnaires. Ces caractéristiques expliquent la bonne résistance opérationnelle des entreprises sélectionnées, largement vérifiée par les dernières publications de résultats.

Nous avons choisi l'indice de comparaison *Enternext PEA-PME 150 GR*, pour sa construction pragmatique et représentative (78% des positions du fonds

se retrouvent dans cet indice). **Tiepolo PME** l'a battu 9 années sur 10, ce qui tend à démontrer l'efficacité des choix des investissements. Le fonds extériorise une performance nette de frais de 130% depuis sa création, soit une progression annualisée de 8,7% à comparer à 3,3% pour l'indice. Cette performance se compare également favorablement aux autres grands indices de Paris, CAC 40 compris.

La comparaison s'avère défavorable depuis trois ans. Les résultats des PME ont, dans l'ensemble, été moins bons ces deux dernières années et il était logique que cela se ressentît sur les cours de bourse. Les flux ont été négatifs sur ce segment de la cote qui a été délaissé par nombre d'investisseurs. L'explication provient en partie de l'effet de comparaison post-*Covid*. A la sortie de la crise sanitaire, les PME, plus agiles, avaient vu leurs résultats rebondir de façon violente. La période de normalisation que nous connaissons à présent leur est, par comparaison, défavorable. En outre, depuis deux ans, la hausse des taux d'intérêt qui vise à assécher les liquidités joue en défaveur des sociétés justement les moins liquides. Ainsi, après des années de surcote par rapport aux grandes capitalisations justifiées par des taux de croissance supérieurs, nous constatons maintenant une décote inédite de 30%. Les valorisations sont faibles alors que la santé financière de ces sociétés reste intrinsèquement solide.

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



XAVIER MILVAUX
Gérant de portefeuilles

Cela a incité nombre d'entreprises à sortir de la bourse ces dernières années, malgré le renchérissement du coût de l'argent : **Somfy, Manutan, SII, Clasquin, ESI Group, Chargeurs**, etc. Même si le fonds bénéficie des primes offertes lors de ces opérations, rappelons que les familles et fonds d'investissements les sortent de la cote parce qu'ils considèrent être sur des cours d'achat !

Le consommateur se sent de plus en plus concerné par la portée sociétale et personnelle de ses achats. La tendance est à la recherche de produits fabriqués localement pour des raisons de souveraineté nationale, de protection de l'emploi et d'écologie. De plus, le consommateur recherche toujours les prix bas. Quel rapport avec **Tiepolo PME** ? Appliquons ces préceptes en bourse ! Revenons à des produits simples et

lisibles (par opposition aux produits structurés, synthétiques ou sans valeur fondamentale), de la proximité (qui, en plus d'une meilleure connaissance, permet de soutenir nos emplois, nos savoir-faire et notre économie). Tout cela pour un prix, actuellement très faible.

L'investissement « responsable » rime alors vraiment avec opportunité. Les petites capitalisations répondent à ce besoin de retour aux fondamentaux. Comme l'objectif d'un portefeuille reste la hausse des titres qui le composent, nous voulons rappeler ici que les PME cotées, contrairement aux idées souvent reçues, ne sont pas plus volatiles ou plus risquées que les grandes. En revanche, leur rebond a toujours été plus fort que le reste de la cote.

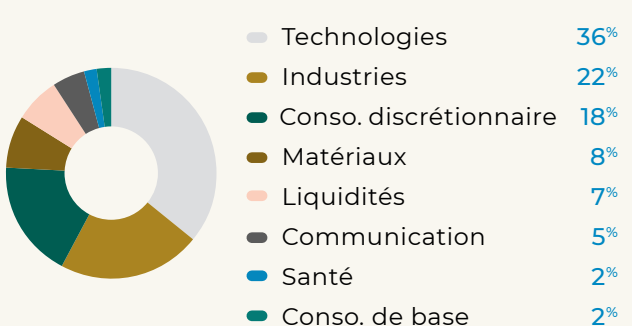
Nous voici donc face à une conjonction intéressante pour nous intéresser aux petites capitalisations.

6 premières positions

CLASQUIN	6,80%
INFOTEL	4,70%
SWORD	4,20%
VOYAGEURS DU MONDE	4,10%
SAMSE	4,00%
VENTE UNIQUE.COM	3,40%

Répartition sectorielle du portefeuille

Données au 31/03/2024



ELI LILLY ET NOVO NORDISK :

EN POLE POSITION SUR LE MARCHÉ DE L'OBÉSITÉ



L'obésité est devenue un enjeu de santé publique majeur à l'échelle mondiale. On estime que plus de 650 millions de personnes dans le monde et près de la moitié des Américains sont touchés par cette maladie chronique. Face à ce constat, l'industrie pharmaceutique se mobilise et propose des solutions thérapeutiques innovantes. Deux acteurs majeurs se démarquent : **Eli Lilly** et **Novo Nordisk**.

ELI LILLY

Tirzepatide, un médicament prometteur.

Historiquement reconnu pour ses contributions à la recherche sur l'insuline et la gestion du diabète, l'américain **Eli Lilly** a opéré un virage stratégique en plaçant l'obésité au cœur de ses priorités. Son fer de lance : le *Tirzepatide*. Ce traitement se distingue par son efficacité remarquable. Les essais cliniques ont démontré une perte de poids moyenne de 21% après 72 semaines à la dose la plus élevée. Le groupe ne s'arrête pas là et explore également d'autres pistes thérapeutiques. L'*Orforglipron*, un agoniste (équivalent) du GLP-1 par voie orale, a montré des résultats encourageants avec une perte de poids de 15% sur 36 semaines lors des essais de phase 2. De plus, le *Bimagrumab*, un traitement innovant, mise sur l'augmentation de la masse musculaire et la réduction du tissu adipeux (stockage de graisse).

Des défis restent cependant à relever : garantir l'observance à long terme du traitement et appréhender les complexités réglementaires. De plus, **Eli Lilly** mène des recherches nécessaires pour étendre

les indications de ses médicaments et évaluer leur impact cardiovasculaire.

NOVO NORDISK

Semaglutide, le poids lourd déjà établi.

Leader incontesté du marché du diabète, le danois **Novo Nordisk** s'est également positionné comme un acteur majeur dans la lutte contre l'obésité. Son produit phare, le *Semaglutide*, a reçu l'approbation pour le traitement de l'obésité en 2021 aux États-Unis et présente des résultats probants en termes de perte de poids.

Soucieux de maintenir son avance, **Novo Nordisk** ne cesse d'innover et a lancé une étude comparative (SURMOUNT-5) pour confronter directement son médicament à celui d'**Eli Lilly**. Cette étude permettra d'évaluer l'efficacité et les effets secondaires de ces médicaments chez les patients souffrant d'obésité ou de surpoids.

L'arrivée de ces nouveaux traitements bouscule le marché de l'obésité, historiquement dominé par des solutions peu efficaces et souvent accompagnées d'effets secondaires importants. Il faut le rappeler, 50% de la population mondiale sera obèse ou en surpoids d'ici 2035,



CHRISTOPH
PRADILLON
*Gérant de
portefeuilles*



NICOLAS
EMINE
*Gérant de
portefeuilles*

En quelques
chiffres :

	NOVO NORDISK			ELI LILLY		
	2023	2024(e)	2025(e)	2023	2024(e)	2025(e)
CA (Mrd \$)	33.83	41.99	50,52	34.12	41.29	51,34
Marge opérationnelle	44,8 %	45,5 %	45,7 %	20,8 %	33,5 %	39,4 %
Résultat net (m \$)	12 189	15 143	18 225	5 240	11 234	16 388
Endettement net (m \$)	-467	1 384	-938	16 479	14 093	7 440
EV/EBITDA (X)	26.8x	21.9x	17.7x	88.5x	50.2x	35.6x

contre 38% en 2020 ! Le marché est estimé à au moins 100 milliards € d'ici 2030.

Par ailleurs notre pays peut se réjouir de l'essor de ces champions puisque **Novo Nordisk** mise beaucoup sur son implantation française historique (à Chartres) pour conquérir le marché européen. Fin 2023, il a annoncé un investissement de 2 milliards € avec, à la clé au moins 500 emplois supplémentaires. Le groupe américain est quant à lui implanté en Alsace depuis 1962 et a déjà annoncé en 2023 plusieurs dizaines de millions € d'investissements supplémentaires.

Nous surveillerons néanmoins trois éléments qui pourraient perturber le développement de ces deux acteurs :

L'émergence de concurrents et les nouvelles approches thérapeutiques.

Certaines entreprises explorent des solutions encore plus ciblées et performantes.

Par ailleurs, il existe aujourd'hui un goulet d'étranglement dans les capacités de fabrication (notamment les injectables). C'est pourquoi **Novo Nordisk** a récemment acquis un sous-traitant aux Etats-Unis. **Eli Lilly** dispose de son côté d'un avantage concurrentiel important à ce stade n'ayant aucune contrainte de capacité de production.

Enfin, les systèmes de santé et les mutuelles vont devoir s'accorder pour définir une politique de remboursement adaptée à ces traitements afin qu'ils soient abordables et qu'ils puissent effectivement contribuer à réduire la prévalence des maladies cardiovasculaires.

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

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO



ESQUISSE

N°47
MAI 2024

TIEPOLO

48 avenue Victor Hugo, 75116 Paris
contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78

Société de gestion de portefeuilles agréée par l'AMF

www.tiepolo.fr