



## Rapport de Gestion Semestriel / Juin 2010

L'objectif du FCP Tiepolo Rendement est, dans le cadre d'une allocation dynamique actions décidée par la société de gestion, de profiter du développement de l'économie européenne en investissant sur tous les marchés d'actions européennes et en orientant plus particulièrement la recherche vers des sociétés dont les titres présentent un caractère défensif par la distribution d'un dividende élevé qui est versé de façon régulière et pérenne. Il sera tenu compte également de la qualité du bilan et des principaux ratios financiers. Les gérants s'intéresseront aussi aux sociétés qui sont délaissées, sous-évaluées par le marché, en situation de retournement économique du fait d'une réorganisation ou d'une amélioration du climat des affaires. Les gérants chercheront dans le même temps à limiter les risques de forte variation du portefeuille.

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La période minimum de détention recommandée pour ce fonds est de 5 ans.**

**Ce fonds ne convient pas aux investisseurs qui pensent devoir récupérer leurs investissements avant 5 ans.**

Sources : Europerformance (dividendes non-réinvestis)

### Caractéristiques au 30/06/10

Valeur liquidative	Part C : 7,75 €	Part D : 7,25 €
Nombre de parts	Part C : 5 747 352	Part D : 49 943
Actif net du Fonds	44 876 347,59 €	
Nombre de lignes	45	

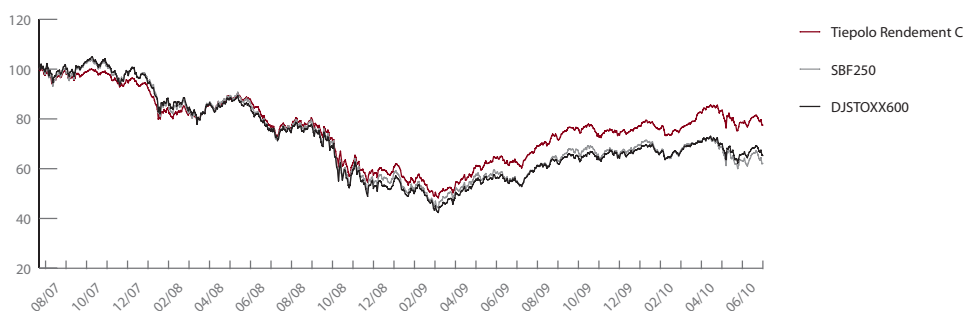
### Principales positions du Portefeuille investi

Sociétés	Poids	Rendement
ACCOR	4,71%	2,75%
RALLYE	4,07%	7,35%
ESSO	3,77%	8,32%
VALLOUREC	3,77%	2,45%
CIMENTS FRANÇAIS	3,70%	4,90%
ADP	3,67%	2,59%
REMY COINTREAU	3,63%	2,97%
ZODIAC	3,53%	2,50%
COLAS	3,07%	4,09%
CHRISTIAN DIOR	3,01%	2,10%

### Modalités

Code ISIN	FR0010501296 (Part C) FR0010505321 (Part D)
Frais de gestion	2,4% TTC maximum
Droit d'entrée	3% maximum dont 0 acquis au fonds
Droit de sortie	1% maximum dont 0 acquis au fonds
Dépositaire	CM-CIC Securities
C.A.C.	Constantin & Associés
Valorisation	Quotidienne, sur la base des derniers cours du jour
PEA Assurance-vie	Oui

### Performances depuis le 27/07/07



	30/06/10	1 mois (31/05/10)	6 mois (31/12/09)	1 an glissant	Origine (27/07/07)
VL Tiepolo Rendement C	7,75 €	7,85 €	7,71 €	6,27 €	10,00 €

Performances	1 mois (31/05/10)	6 mois (31/12/09)	1 an glissant	Origine (27/07/07)	Volatilité à 1 an
Tiepolo Rendement C	-1,27%	0,52%	23,60%	-22,50%	17,09%
SBF 250	-1,82%	-10,42%	11,90%	-37,87%	23,06%
DJ STOXX 600	-0,67%	-4,16%	18,21%	-34,71%	20,00%

### Votre FCP a réalisé les principaux mouvements suivants au cours de la période

Achats	Ventes
IPSEN	GDF SUEZ
ACCOR	APRR
ESSO	SCOR

### Répartition du Fonds par classe d'actifs

Actions	97,25%
Liquidités	0,48%
Obligations	2,27%

### Répartition sectorielle du Portefeuille investi

Banques-Assurances	17,26%
Industrie	16,45%
BTP-Concessions	12,82%
Energie-Services énergétiques	12,79%
Hôtellerie-Loisirs	7,75%
Holding	7,70%
Matériaux de construction	5,79%
Agroalimentaire-Boissons	3,63%
Luxe	3,01%
Distribution	2,95%
Pharmacie	2,80%
Transport-Logistique	2,51%
Media-Télécommunications	2,48%
Matières premières	2,06%

Dernier coupon net distribué le 03/03/10

0,16 €

Rendement moyen pondéré de la part actions du Portefeuille au 30/06/10

4,43%

Votre FCP a participé aux Assemblées Générales suivantes au cours de la période

Société	Date
ZODIAC	11/01
COLAS	14/04
VICAT	28/04
CNIM	18/05
CRÉDIT AGRICOLE	19/05
CFCAL	21/05
GERARD PERRIER INDUSTRIE	10/06

Au cours de ce semestre, les gérants et analystes de la Financière Tiepolo ont participé à 252 réunions de présentations de sociétés.

### Les marchés financiers au 1<sup>er</sup> Semestre 2010

Personne ne gardera un bon souvenir du premier semestre de l'année 2010. Malgré une fin d'année 2009 assez favorable, il semblait clair que de sérieux problèmes allaient devoir être traités par les dirigeants politiques. Dans cet esprit, nous annonçons en janvier dernier que la question de l'endettement des Etats serait de première urgence mais nous ne pensions pas qu'elle donnerait le tourni aux investisseurs dans de telles proportions.

Tout ceci a fait grimper l'indice d'aversion au risque à son point culminant dans une parfaite schizophrénie dont les marchés semblent friands. La preuve la plus probante était lisible dans les médias à quelques jours d'intervalle. Dans un premier temps, tous se sont inquiétés de la soudaine faiblesse de l'Euro face au Dollar en criant haro sur la devise européenne, avant de s'en féliciter vivement, ayant enfin compris que, précisément, cette baisse de l'Euro constituait une vraie bonne nouvelle pour l'économie européenne.

Dans le même ordre d'idée, la plupart des pays ont adopté des plans de rigueur, même la France qui a fini par accepter ce mot... Là encore, chacun y a d'abord vu un accroc à une croissance économique déjà faible avant d'analyser ces mesures nécessaires comme l'une des rares planches de salut pour assainir les finances publiques si dégradées. Le monde tourne à l'envers !

Inutile dans ce contexte d'évoquer le faible niveau des marchés boursiers (en baisse de 45% par rapport au 30 juin 2007), la forte amélioration des bilans des entreprises, la lente mais progressive reprise de l'emploi dans le secteur privé, les perspectives haussières des bénéfices des entreprises pour 2010 (pourtant confirmées à chacune de nos visites d'entreprises au cours du semestre) ou encore la reprise des opérations de marché (fusions, OPA, retraits de la cote), signal tangible d'une amélioration du climat des affaires.

### Quelques valeurs de votre fonds à la loupe

**Accor-Edenred** : le groupe d'hôtellerie et de services va prendre un nouveau tournant après la décision historique prise en assemblée générale, le 29 juin, de séparer les activités d'hôtellerie et de services. Chaque actionnaire d'Accor recevra une action nouvelle Edenred, nouveau nom d'Accor Services. Nous pensons que cette opération, initiée de longue date par les fonds de capital investissement Colony Capital et Eurazeo, est de nature à mieux extérioriser la valeur et le potentiel de chaque activité. Edenred se retrouvera ainsi sous le feu des projecteurs alors qu'il n'était, jusque là, considéré que comme une activité secondaire du groupe. Nous prévoyons de conserver les titres Edenred mais de céder les titres Accor, représentant l'activité hôtellerie. Edenred est, à ce jour, le leader mondial des services prépayés avec 12,4 milliards d'euros d'émission en 2009 et réalise 50% de son CA en Amérique Latine.

**Zodiac** est un dossier historique de notre gestion. Cet équipementier aéronautique, fournisseur des Airbus, Embraer et autres Boeing, se place parmi les leaders mondiaux du secteur, intervenant sur tous les segments de marché, du parachute à l'aménagement intérieur complet des avions commerciaux en passant par des instruments de vol, des systèmes de sécurité et des systèmes électriques. Zodiac est une ancienne société familiale française et sa réputation était déjà faite à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. Cette longue aventure familiale se poursuit avec une volonté et une qualité de gestion qui font de Zodiac l'une de nos valeurs préférées

depuis longtemps. Après la récente disparition de Jean-Louis Gérondeau qui fut le brillant patron de la société pendant les 28 dernières années, la gestion opérationnelle de la société a été confiée à Olivier Zarrouati qui a débuté sa mission dans la continuité, malgré la crise et avec une persévérance digne d'éloge. Zodiac est toujours forte d'une situation financière et industrielle très saine et, à la sortie de la crise, pourra profiter des opportunités de croissance qu'elle a toujours su saisir avec intelligence. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 2,15 milliard € ; Rendement : 3,1% ; PER : 18,2.

**Ipsen** : suite à l'annonce par le groupe pharmaceutique Roche d'un retard de la phase III du médicament antidiabétique Taspoglutide®, développé conjointement avec Ipsen, le cours de cette société a accusé une baisse de 17% le 18 juin dernier. Nous en avons profité pour investir sur cette valeur pharmaceutique bien gérée et porteuse de croissance. Ce retard, bien que dommageable à court terme, ne remet pas en cause le développement futur de ce médicament dont le CA est estimé par les analystes à près de 1,5 milliards de dollars par an – dont 200 millions de dollars pour Ipsen, soit 20% de son CA et une large part de ses profits futurs. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 1,06 milliard € ; Rendement : 3,1% ; PER : 15,9.

**CNIM** est un groupe familial diversifié présent dans plusieurs secteurs d'activités. A l'occasion d'une récente visite de site, nous avons pu faire un point précis sur leurs activités. Ils opèrent à la fois dans le domaine

de l'environnement, en concevant et réalisant notamment des incinérateurs (50% du CA), dans le domaine de l'énergie, au travers d'une activité de fabrication et de maintenance de chaudières essentiellement industrielles (20% du CA), et dans les technologies de pointe dans le secteur militaire (30% du CA). Le groupe a ainsi réalisé 580 millions € de CA en 2009. La réorganisation du groupe après la cession de son pôle transport fortement déficitaire, l'important carnet de commandes à fin 2009 et l'entrée de la Compagnie Nationale de Navigation à hauteur de 20,77% du capital nous poussent à croire à une revalorisation importante du titre. PER : 8,5.

**APRR** (Autoroutes Paris-Rhin-Rhône) : Comme nous l'anticipions au moment où nous avons entré le titre dans notre fonds, Eiffarie (filiale du groupe Eiffage et de la banque australienne Macquarie) a annoncé son intention de retirer APRR de la cote pour en contrôler 100%. Suite au rachat de 13,73% du capital auprès de fonds d'investissements à un cours de 55€ par action, Eiffarie se retrouve avec plus de 95% du capital et devrait donc lancer une offre publique de retrait (suivie d'un retrait obligatoire) au même prix pour les actionnaires restants. L'opération fait ressortir une prime de 10% et valorise le groupe autoroutier dans la moyenne des autres sociétés du secteur soit 10 fois l'EBITDA. Même si nous estimons que le prix payé est plutôt faible, APRR est une opération positive puisqu'elle fait ressortir un gain de plus de 16% pour votre fonds.

### Perspectives

Dans ce contexte, les résultats de votre FCP sont intéressants. Il a vocation à être pleinement investi sur le long terme, sans s'inspirer des indices. Sa légère progression sur le semestre permet de prendre un peu de recul dans l'ambiance actuelle. Il faut que chacun reprenne ses esprits ! Le marché des actions reste le principal vecteur de développement des entreprises en fonds propres. Son rôle demeure tout à fait essentiel et il est absurde de penser que ce modèle n'a plus d'avenir.

Par ailleurs, nous continuons d'affirmer que la vision à long terme, la connaissance intime des sociétés sélectionnées et l'acceptation du risque inhérent aux investissements en actions sont et resteront rémunérateurs.