



Eric Doutrebente

Benjamin Rivière

## Rapport de Gestion Semestriel / Décembre 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.**

**Les performances indiquées pour ce FCP sont calculées en tenant compte du réinvestissement des dividendes encaissés.**

**Les performances des indices de comparaison sont fournies par Europerformance. Elles sont calculées dividendes non-réinvestis.**

### Caractéristiques au 31/12/10

Valeur liquidative	Part C : 8,67 €	Part D : 8,12 €
Nombre de parts	Part C : 5 836 702	Part D : 45 189
Actif net du Fonds	50 978 858,57 €	
Nombre de lignes	42	

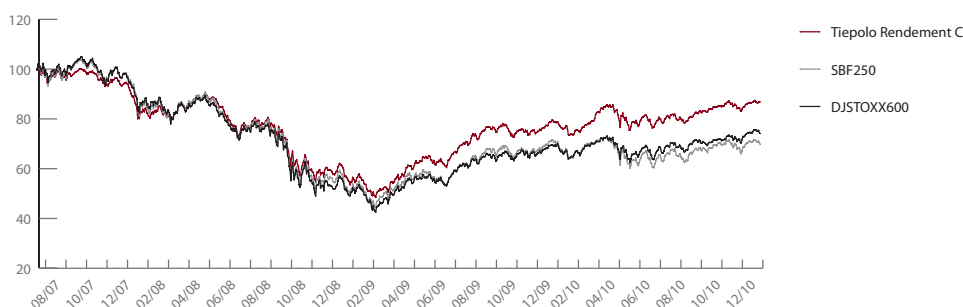
### Principales positions du Portefeuille investi

Sociétés	Poids	Rendement
ZODIAC	5,39%	1,78%
CIMENTS FRANÇAIS	5,25%	4,14%
RALLYE	4,76%	5,69%
VALLOUREC	4,63%	4,45%
REMY COINTREAU	4,21%	2,46%
RUBIS	3,92%	3,27%
CHRISTIAN DIOR	3,56%	1,55%
CREDIT AGRICOLE	3,51%	4,73%
GUYENNE GASCOGNE	3,33%	4,70%
ADP	3,26%	2,32%

### 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



	31/12/10	1 mois (30/11/10)	6 mois (30/06/10)	1 an (31/12/09)	Origine (27/07/07)
VL Tiepolo Rendement C	8,67 €	8,29 €	7,75 €	7,71 €	10,00 €

Performances	1 mois (30/11/10)	6 mois (30/06/10)	1 an (31/12/09)	Origine (27/07/07)	Volatilité à 1 an
Tiepolo Rendement C	4,58%	11,87%	12,45%	-13,30%	15,15%
SBF 250	5,69%	12,08%	0,41%	-30,37%	22,21%
DJ STOXX 600	5,34%	13,35%	8,63%	-25,99%	18,44%

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

Achats	Ventes
RUBIS	ADP

### Répartition du Fonds par classe d'actifs

Actions	98,13%
Liquidités	-0,17%
Obligations	2,04%

Dernier coupon net distribué le 03/03/10	0,16 €	Rendement moyen pondéré de la part actions du Portefeuille au 31/12/10	4,21%
--	--------	--	-------

### Répartition sectorielle du Portefeuille investi

Industrie	18,58%
Banques-Assurances	15,53%
Énergie-Services énergétiques	12,08%
BTP-Concessions	10,20%
Holding	8,23%
Matériaux de construction	7,34%
Hôtellerie-Loisirs	5,67%
Agroalimentaire-Boissons	4,21%
Luxe	3,56%
Distribution	3,33%
Media-Télécommunications	2,61%
Matières premières	2,40%
Pharmacie	2,24%
Transport-Logistique	2,13%
Autres	1,91%

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

Société	Date
REMY COINTREAU	27/07
CIMENTS FRANÇAIS	23/12

Au cours de ce semestre, les gérants et analystes de la Financière Tiepolo ont participé à 186 réunions de présentations de sociétés.

## Les marchés financiers au 2<sup>e</sup> Semestre 2010

L'année 2010 s'est terminée dans une ambiance calme mais teintée d'un certain attendisme. 2010 n'aura apporté que des réponses partielles aux problèmes importants que sont, entre autres, le niveau excessif d'endettement de certains états européens, leur impuissance à retrouver une croissance élevée et à réduire le chômage qui reste l'une des principales craintes de nos concitoyens. Ces questions restent ouvertes pour 2011 et les marchés seront attentifs à leurs résolutions. Pourtant c'est bien à une sortie de crise et un début de reprise auxquels nous avons assistés.

## Quelques valeurs de votre fonds à la loupe

**ADP** : le gestionnaire des trois aéroports parisiens a pris un nouveau virage fort prometteur avec la signature du nouveau contrat de régulation. En effet, les commerces et l'immobilier qui subventionnaient auparavant l'activité aéroportuaire vont, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2011, contribuer directement aux résultats d'ADP. Or ces activités sont fortement lucratives et en pleine expansion du fait du développement du trafic aérien et d'une gestion plus fine des surfaces. Nous estimons de ce fait, qu'elles sont mal valorisées par le marché qui semble ne pas avoir pris en compte la création de valeur issue de ce changement de modèle. ADP devrait par ailleurs accentuer sa communication financière dans ce sens, contribuant ainsi à la revalorisation du titre. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 2,7 milliards € ; Rendement 2010 estimé : 2,5% ; PER : 19,8.

**Compagnie des Alpes** : si CDA reste encore aujourd'hui le plus grand gestionnaire d'infrastructure de remontées mécaniques au monde (Tignes, Val d'Isère, La Plagne, les Arcs, Serre-Chevalier, les Deux Alpes...), l'entreprise s'est diversifiée, avec plus ou moins de succès, au fil des années dans la gestion de parcs de loisir (Musée Grévin et Parc Astérix notamment). Le management, en place depuis quelques années, a pris le parti de rationaliser le portefeuille d'activités de la société tout en préparant son futur développement. Le groupe a fait, mi-2010, d'importantes cessions et a acquis à bon compte la gestion du parc

du Futuroscope de Poitiers. Il a réalisé une augmentation de capital de 100 millions € pour réaliser des acquisitions. Une possible opération d'envergure serait, à notre sens, de nature à faire changer le groupe de dimension à la fois financière et boursière. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 600 millions € ; Rendement 2010 estimé : 4,2% ; PER : 13,7.

**Ciments Français** : si le cimentier français est, rappelons-le, filiale à 81,8% du groupe Italcementi, cinquième opérateur mondial, il reste propriétaire de toutes les capacités de production du groupe hors de l'Italie. Même si 2010 a été une mauvaise année et que 2011 démarre assez mal, nous restons confiants dans le fait que le positionnement du groupe dans des unités de production modernes au Maroc, Egypte, Inde et USA se révélera être un atout pour l'avenir. Outre la recovery, nous attendons également que le groupe Italcementi mette un point final à sa réorganisation en rachetant les minoritaires de Ciment Français. Les causes de l'échec de l'opération initiée en 2009 semblent aujourd'hui avoir disparues et le groupe continue sa réorganisation, avec notamment la mise en place de financements communs l'été dernier et la disparition du holding de contrôle en décembre 2010. Le groupe souffre, de plus, d'une décote de 16% par rapport à ses fonds propres, injustifiée selon nous. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 4,2 milliards € ; Rendement 2010 estimé : 4,1% ; PER : 12,7.

**CFCAL (Crédit Foncier et Communal d'Alsace Lorraine)** : la petite banque, spécialisée dans le prêt hypothécaire et filiale jusqu'alors du Crédit Foncier de France, vient de changer de main au profit du Crédit Mutuel Arkea. Nous nous attendions à ce que ce soit le Crédit Foncier qui rachète ses minoritaires mais, au vu des besoins de financement du groupe BPCE, maison mère du Crédit Foncier, ce dernier a finalement préféré vendre sa filiale avec une prime de 28% sur le dernier cours coté avant l'annonce. Rendement : 4%.

**Rémy Cointreau** : la stratégie de valeur sur les marques du groupe en général et sur le cognac en particulier a fini par payer. Si le groupe a vu ses ventes aux USA décliner du fait de la crise et du refus de baisser les prix, sa forte présence sur le marché chinois lui a permis de sauver son année. En effet, près de 60% des ventes de cognac du groupe sont réalisées en Asie, ce qui a permis au groupe de compenser la mauvaise performance des USA, du champagne et des spiritueux. Par ailleurs, conscient de ne pas avoir la taille critique sur le marché du champagne, le management a pris la décision de s'en séparer pour mieux se redévelopper ailleurs. Malgré la performance du titre en 2010, +48,6%, nous conservons notre confiance dans le développement de ce beau groupe familial. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 930 millions € ; Rendement 2010 estimé : 3% ; PER : 20,6.

## Perspectives

Nous considérons que les nuages s'éloignent du côté des entreprises. Les résultats finaux 2010 seront très supérieurs à ceux qui avaient été estimés en début d'année et les prévisions 2011 sont favorables. Cela s'explique par une vision de plus en plus internationale de l'activité des entreprises françaises. Certes, elles sont parfois en retard par rapport à leurs homologues allemandes, anglaises ou américaines, mais elles ont su prendre les bons virages et les carnets de commandes traduisent cette nouvelle donne.

Dans un contexte global qui s'améliore, les actions restent sous-valorisées, alors que leurs situations financières et économiques continuent de progresser. A l'inverse, les autres classes d'actif sont proches de leurs points hauts : obligations, matières premières et surtout immobilier. Sur fond de regain d'inflation, une hausse des taux d'intérêt se profile lentement ce qui aura une influence négative sur l'immobilier d'habitation.