



Rapport de Gestion Semestriel / Juin 2010

L'objectif du FCP Tiepolo Valeurs 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 et en s'appuyant sur une stratégie de type « value ». A cet effet, il oriente plus particulièrement la recherche vers des sociétés dont les titres présentent un caractère attrayant par la qualité, la pérennité et la sous-valorisation de leurs actifs. Pour appuyer notre recherche il sera tenu compte de la qualité du bilan, des principaux ratios financiers, de l'historique des performances économiques, de la pertinence de la communication financière réalisée par la société mais aussi de l'étude de la géographie du capital. Les gérants s'intéresseront entre autres aux sociétés qui sont délaissées, sous-évaluées par le marché ou encore 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.

Le 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	7,35 €
Nombre de parts	5 981 141
Actif net du Fonds	43 958 337,00 €
Nombre de lignes	52

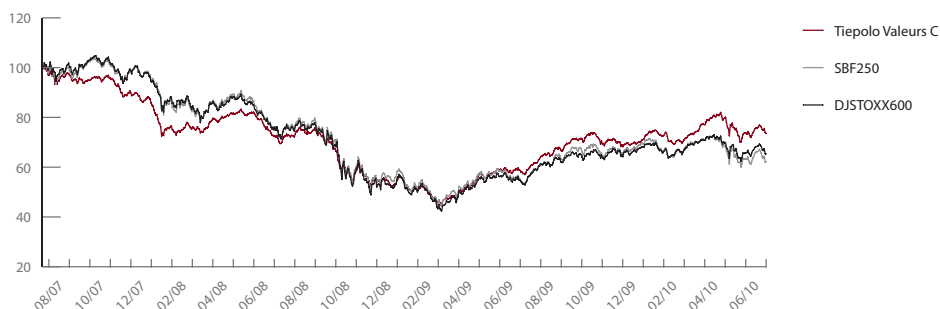
Principales positions du Portefeuille investi

VICAT	3,51%
CNIM CONSTRUCTION	3,38%
AIR FRANCE - KLM	3,31%
CEGEDIM	3,19%
DELACHAUX	3,17%
INTER PARFUMS	3,11%
FAIVELEY	3,05%
ESSILOR	2,95%
HAULOTTE GROUP	2,87%
REMY COINTREAU	2,78%

Modalités

Code ISIN	FR001051312 (Part C)
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 Valeurs C	7,35 €	7,39 €	7,14 €	5,89 €	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 Valeurs C	-0,54%	2,94%	24,79%	-26,50%	16,76%
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	VIVENDI
AGTA	

Répartition du Fonds par classe d'actifs

Actions	99,87%
Liquidités	0,13%

Répartition sectorielle du Portefeuille investi

Industrie	42,76%
Agroalimentaire-Boissons	16,22%
Banques-Assurances	10,28%
Holding	6,66%
Énergie-Services énergétiques	6,04%
BTP-Concessions	5,17%
Service informatique	3,19%
Luxe	3,11%
Travail temporaire	2,38%
Matériaux de construction	2,14%
Pharmacie	1,14%
Media-Télécommunications	0,93%

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

Société	Date
ZODIAC	11/01
DERICHEBOURG	3/02
SUCRIERE DE PITHIVIERS	22/03
COLAS	14/04
INTER PARFUMS	23/04
VICAT	28/04
DASSAULT AVIATION	19/05
SOFRAGI	28/05
NATUREX	30/06

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^{er} 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

Bull est un des leaders européens de l'équipement et du service informatique aux entreprises. Se distinguant sur le marché des serveurs, Bull propose aujourd'hui dans son catalogue le « meilleur supercalculateur du monde » selon la revue spécialisée de référence HPCwire. Cette solide réputation de produits Bull constitue le socle d'une stratégie plus offensive engagée par le nouveau management issu de l'acquisition, en 2009, d'Amesys, leader dans l'architecture des systèmes critiques informatiques. Philippe Vannier, le nouveau PDG de Bull et premier actionnaire du groupe (20% du capital), entend bien tirer son épingle du jeu et gagner des parts de marché dès cette année dans tous ses secteurs d'activité, notamment les services informatiques aux entreprises. Cette activité qui représente près de 44% de l'activité de la société est chroniquement désorganisée par rapport à la concurrence, se restructure et devrait progressivement voir ses marges augmenter. En outre, Bull devrait prochainement profiter d'une trésorerie confortable pour continuer la croissance externe susceptible de revaloriser au mieux son activité comme ce fut le cas avec Amesys. Chiffres d'affaires 2010 estimé : 1,2 milliard € ; PER : 11,9.

Bourbon, spécialiste des prestations de services maritimes, vient d'annoncer à Shanghai un nouveau plan d'investissement de 2 milliards de dollars qui doit lui permettre de doubler de taille entre 2010 et 2015. Principalement présente dans les prestations de services maritimes pétroliers au sens large (maintenance de plates-formes, stimulation de puits, transport de personnel vers les sites...), la société comporte également une division de transport de vrac (bois, charbon, engrais...) pour un chiffre d'affaires total en 2009 de 960,5 millions €. Bourbon a déjà doublé de taille entre 2003 et 2009

et s'apprête donc à réitérer la même performance dans les 5 années à venir, grâce à la construction de 243 navires additionnels qui devrait permettre au groupe d'atteindre le nombre de 600 navires en service à fin 2015, contre 350 aujourd'hui. Ce nouveau et ambitieux plan stratégique, vise à conforter la position de leader de Bourbon grâce à un objectif de croissance moyen du CA de 17% par an qui devrait selon toute vraisemblance, entraîner avec lui le cours de Bourse. Rendement : 2,7% ; PER : 14,8.

Cegedim est un éditeur de logiciel de gestion, de CRM et de bases de données à destination des laboratoires pharmaceutiques, des pharmacies, des médecins, des compagnies d'assurance. Cette position centrale et unique au monde dans le secteur stratégique de la Santé explique l'intérêt porté à la société par le FSI dont Cegedim est l'une des principales lignes. Le groupe, toujours brillamment dirigé par son fondateur, est à la fois incontournable et unique. Incontournable parce que tout le secteur de la santé est amené inéluctablement à employer de façon croissante les moyens informatiques pour assurer la centralisation et le partage des données entre les différents acteurs. Unique parce que si Cegedim est concurrencé par de nombreuses sociétés sur chacune de ses activités, la société ne rencontre aucun concurrent couvrant l'ensemble de son offre et ne peut donc disposer des mêmes qualités de données. Cegedim est donc une valeur de croissance longue et régulière avec une base de coût fixe lui permettant d'améliorer sensiblement ses marges à l'avenir. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 917,4 millions € ; Rendement : 2,4% ; PER : 9,7.

Haulotte Group est une entreprise familiale particulièrement intéressante, active dans la conception et la fabrication de nacelles élévatrices et

de chariots télescopiques. Bien que la concurrence française et étrangère soit rude, Haulotte est une société qui résiste à toutes les tempêtes avec beaucoup d'aplomb. Dans un souci de maintenir l'outil de production et les compétences humaines malgré une baisse de l'activité entre 2007 et 2009 proche de 60%, le groupe a réussi à faire le dos rond en maintenant une situation financière suffisamment solide. Le pire semble désormais derrière et l'histoire a déjà prouvé la formidable capacité de rebond d'Haulotte, rebond qui sera très certainement accompagné d'une forte revalorisation du titre en bourse. Haulotte est désormais une société de croissance peu chère. A ce titre, elle a toute sa place dans notre gestion. Le fait qu'il s'agisse d'une société familiale très bien gérée ne fait que renforcer notre conviction. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 230 millions €.

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.

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.