

Classification : Actions des pays de la Communauté Européenne - FCP conforme aux normes européennes
Ce fonds investi au minimum à 75% en actions européennes est exposé aux risques de l'évolution des marchés d'actions.
Éligible au PEA et à l'Assurance-Vie. Ce type de produits est également accessible à une clientèle non professionnelle.

Rapport de Gestion Semestriel / Juin 2011



Éric Dautreberte

Xavier Milvaux

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.

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 30/06/11

Valeur liquidative	9,26 €
Nombre de parts	7 932 638
Actif net du Fonds	73 481 322,52 €
Nombre de lignes	48

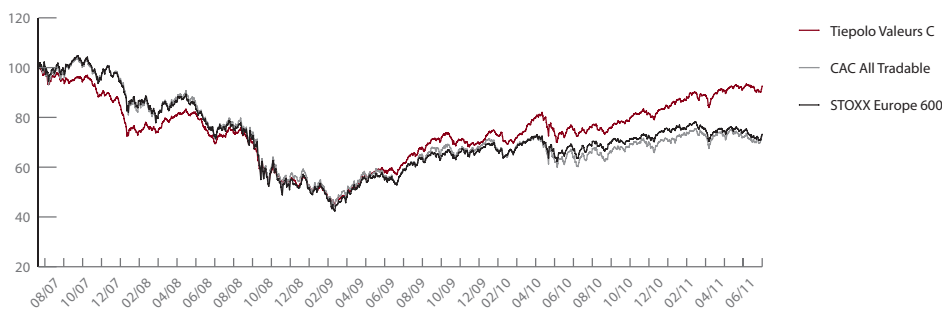
Principales positions du Portefeuille investi

NATUREX	6,22%
ZODIAC AEROSPACE	5,89%
DELACHAUX	5,57%
FAIVELEY TRANSPORT	4,76%
HAULOTTE GROUP	4,52%
INTER PARFUMS	4,11%
BURELLE	3,24%
ESSILOR INTL	3,18%
REMY COINTREAU	3,16%
IMS	3,08%

Modalités

Code ISIN	FR0010501312 (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

Performances depuis le 27/07/07



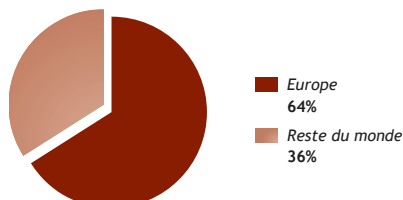
	30/06/11	1 mois (31/05/11)	6 mois (31/12/10)	1 an glissant	Origine (27/07/07)
VL Tiepolo Valeurs C	9,26 €	9,34 €	8,47 €	7,35 €	10,00 €

Performances	1 mois (31/05/11)	6 mois (31/12/10)	1 an glissant	Origine (27/07/07)	Volatilité à 1 an
Tiepolo Valeurs C	-0,86%	9,33%	25,99%	-7,40%	11,02%
CAC All Tradable	-0,63%	4,98%	17,67%	-26,90%	17,17%
STOXX Europe 600	-2,92%	-1,07%	12,14%	-26,79%	14,08%

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

Achats	Ventes
ESSILOR	MAISONS FRANCE
NATUREX	SEQUANA
FAIVELEY	
INTER PARFUMS	

Exposition géographique du CA des sociétés présentes à l'actif du fonds



Répartition sectorielle du Portefeuille investi

Industrie	36,91%
Agroalimentaire-Boissons	18,38%
Biens de consommation-Luxe	11,24%
Énergie-Services énergétiques	9,22%
Banques-Assurances	6,50%
Hôtellerie-Loisirs	6,19%
Holding	5,16%
Matériaux de construction	2,31%
BTP-Concessions	2,25%
Travail temporaire	1,85%

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

Société	Date
SOFRAGI	21/01
SUCRIÈRE DE PITHIVIERS	9/02
DERICHEBOURG	10/02
INTER PARFUMS	29/04
DASSAULT	18/05
DELACHAUX	24/05
CNIM	26/05
GRAND MARNIER	22/06
ALES GROUPE	26/06
ESSO	28/06
SOFRAGI	30/06

Au cours de ce semestre, les gérants et analystes de la Financière Tiepolo ont participé à 254 réunions de présentations de sociétés.

Les marchés financiers au 1^{er} Semestre 2011

Les marchés financiers ont connu plusieurs phases au cours du semestre écoulé. Voulant croire à la fin des maux qui nous touchent depuis bientôt quatre ans, ils ont entamé l'année en fanfare et, par excès d'optimisme, affiché des performances importantes (+9,5% pour le CAC 40 au 17 février !) : rattrapage technique, tiré par les hausses des grandes valeurs financières mais qui a rapidement fait long feu.

En effet, dès la mi-février, le « Printemps arabe » a jeté le trouble sur les prix du baril de pétrole et le spectre d'un choc pétrolier a commencé à inquiéter. Le terrible tsunami japonais du 11 mars dernier a ensuite affolé la planète et relancé le débat sur la sécurité nucléaire. Il n'en fallait pas plus pour

que l'ensemble des matières premières connaissent un retournement brutal et une forte hausse de leur volatilité.

Enfin, très vite, les vrais problèmes ont refait surface : ralentissement de la croissance aux USA, toujours empêtrés dans leurs déficits chroniques, et nouvelle crise de confiance sur l'euro liée à la poudrière des dettes galopantes de plusieurs pays européens qui continue de cristalliser toutes les inquiétudes.

Au final, sur les grands marchés actions des pays occidentaux, les performances semestrielles sont plutôt positives (entre +1% et +7%) alors que les pays émergents sont notoirement moins à la fête (-6% en moyenne). Le résultat de votre fonds est, quant à lui, satisfaisant.

Quelques valeurs de votre fonds à la loupe

SEQUANA : L'objectif de notre investissement sur le titre Sequana était de bénéficier du redressement du groupe. Cette société qui fabrique et distribue du papier avait entamé en 2008 un recentrage stratégique sur le métier de la distribution. Elle promettait un rapide retour à la croissance et un redressement des marges. Ce retournement a pris plus de temps que prévu et les perspectives restent, à ce jour, incertaines. Nous avons été déçus. Le titre est peu cher mais le métier n'est pas facile. Il semble que la société puisse « respirer » un peu au second semestre 2011 grâce à des hausses de prix au premier semestre, à une détente probable des prix de la pâte à papier et à un assainissement probable du marché. Il n'en demeure pas moins que le marché est en décroissance à long terme et que la possible amélioration opérationnelle pour Sequana vient plus d'hypothèses de marchés que des qualités intrinsèques du groupe. Nous avons donc cédé notre position au profit d'entreprises bénéficiant d'un horizon meilleur et officiant dans des marchés plus porteurs. Nous avons initié la ligne à 23 € en 2007 et renforcé en 2009 entre 6 € et 10 €. Nous avons dû nous résoudre à vendre en mars 2011 à 12 €. Chiffre d'affaires 2011 estimé : 4,3 milliards € ; PER 2011e : 7x ; Rendement : 4,2%.

BENÉTEAU : En 1910, Benjamin Bénéteau, précurseur en son temps, crée le premier sardinier à moteur à Croix-de-Vie (Vendée). Aujourd'hui Bénéteau figure parmi les leaders mondiaux de la construction et de la commercialisation de bateaux de plaisance. Le groupe développe une gamme complète de bateaux à voiles et à moteurs représentant respectivement 44% et 30% du chiffre d'affaires. Les marques Bénéteau, Jeanneau, Lagoon ou encore Prestige proposent une gamme de plus de cents modèles de 20 à 60 pieds. La société commercialise également des maisons mobiles de loisirs qui représentent 26% du chiffre d'affaires. Bénéteau a annoncé le 26 janvier dernier un plan de développement ambitieux. Le groupe a pour objectif d'augmenter de 50% son chiffre d'affaires « bateaux » en 5 ans, s'appuyant pour cela

sur le marché des bateaux à moteur aux Etats-Unis et en Amérique du Sud et sur tous les segments en Chine. L'activité « grands yachts à moteur » est également une priorité du management : multiplier le chiffre d'affaires par sept avec deux offres : Monte Carlo Yachts et Prestige Yachts. Le 21 juin dernier, un contrat de 10 millions €, portant sur une flotte de 33 catamarans a été signé en Chine, démontrant la crédibilité du plan de croissance du groupe. Chiffre d'affaires 2011 estimé : 920 millions € ; PER 2011e : 23,9x ; Rendement : 0,9%.

ESSILOR : Essilor est le leader mondial de l'optique ophtalmique avec 27% de part de marché. La société est connue pour avoir notamment créé les marques Varilux, Transitions, Crizal ou encore Airwear. L'activité du groupe bénéficie de tendances de long terme avec le vieillissement de la population dans les pays développés et les problèmes visuels qui en résultent, ainsi que de la croissance rapide des classes moyennes dans les pays émergents. Le discours très volontaire des dirigeants nous persuade que le développement va être accéléré dans ces pays, notamment au travers de nombreuses opérations de croissance externe. C'est une valeur considérée par la communauté financière comme étant chère mais son prix est justifié à la vue de la qualité de la gestion, des efforts de développement permanents et des perspectives très importantes du marché. L'activité du groupe est extrêmement peu risquée et peu sensible à la cyclicité de l'activité économique. Un titre présentant toutes les valeurs de long terme que favorisons dans notre gestion. Chiffre d'affaires 2011 estimé : 4,2 milliards € ; PER 2011e : 22x ; Rendement : 1,47%.

INTER PARFUMS : Imaginez qu'une société, entre 1995, année de son introduction en Bourse, et 2010 ait vu son chiffre d'affaires décupler ; que, dans le même temps, les dirigeants de cette société se soient montrés si efficaces dans la gestion des coûts que le résultat net ait été multiplié par plus de 16. Vous imaginez donc un cours qui a dû accompagner cette amélioration spectaculaire

des marges, la valorisation des entreprises reposant sur leurs résultats. Vous avez raison mais ce n'est pas par 16 que le cours de bourse de cette société a été multipliée sur la période, c'est par 32 ! Cette réussite boursière pesait un peu plus de 300 millions de chiffre d'affaires fin 2010 et s'appelle Interparfums. La société, spécialisée dans la création, la fabrication et la commercialisation de parfums de luxe, se cache discrètement derrière des marques prestigieuses sous licence : Burberry, Lanvin, Van Cleef & Arpels, S.T. Dupont, Paul Smith, Montblanc, Jimmy Choo et Boucheron. Interparfums a, depuis 1995, produit un travail de développement commercial impressionnant et a réalisé systématiquement ses objectifs. Si nous sommes entrés assez tard (2007) et progressivement sur le titre, nous sommes tout à fait convaincus que l'histoire n'est pas terminée. Chiffre d'affaires estimé 2011 : 360 millions € ; PER 2011e : 16,2x ; Rendement : 1,84%.

DELACHAUX : Nous avons présenté cette société lors de notre point semestriel de décembre 2010 alors que nous anticipions une reprise de l'activité. Pour rappel, cette entreprise a essentiellement deux métiers bien distincts : d'une part la soudure et la pose de rails pour le transport ferroviaire (60% du CA) dans lesquels l'entreprise est leader mondial et qui constitue un secteur assez peu cyclique ; d'autre part la conductivité qui est beaucoup plus sensible à la conjoncture (30% CA). Depuis, le titre Delachaux a gagné 40% passant de 58 € à 82 € en 6 mois mais le fait le plus marquant concerne l'opération en cours : une partie de la famille fondatrice de la société (deux branches familiales sur les trois présentes au capital) a décidé de céder ses parts. Ainsi le titre est aujourd'hui en passe de sortir de la cote boursière au prix de 82 €, auxquels vient s'ajouter 1 € de dividende. Bien que satisfaits du parcours boursier de cette valeur, nous sommes un peu amers de ne pouvoir la conserver plus longtemps en portefeuille car son développement futur sera, à n'en point douter, encore important. Chiffre d'affaires 2011 estimé : 806 millions € ; PER 2011e : 14,3x ; Rendement : 1,22%.

Perspectives

Le deuxième semestre restera sûrement difficile sur de nombreux aspects et l'arbre grec, qui cache mal d'autres forêts en danger, va constituer un premier dossier brûlant pour Mme Lagarde au FMI. L'Euro devra regagner la confiance des grands argentiers mondiaux, ce qui ne sera pas une sinécure. A ce titre, nous maintenons fermement notre stratégie d'investir très peu sur le secteur financier (banques, assurances). Il y a encore trop d'incertitudes. Enfin, le contexte politique continuera de rester tendu en France et en Europe où la tentation des extrêmes gagne du terrain dans de nombreuses couches sociales. Il faudra avoir le courage de s'attaquer aux vrais problèmes et trouver de vraies solutions. On n'est pas encore sur le bon chemin semble-t-il...

Pour se protéger des aspects psychologiques et techniques, la bonne solution est de toujours garder le cap des

investissements de qualité sur longue période. C'est le travail d'analyse et la connaissance approfondie des sociétés et de leurs équipes de direction qui permettent de déceler les cibles prometteuses.

Par ailleurs, il se confirme que les économies mondiales restent sur le chemin de la croissance, que l'emploi redémarre lentement et que la plupart des entreprises vont continuer d'améliorer leurs marges en 2011. Enfin, comme nous l'indiquions fin 2010, la valorisation de très nombreuses actions est réellement attrayante, ce qui est loin d'être le cas pour les autres classes d'actifs (immobilier, obligations, matières premières) qui présentent un profil de risque plus élevé qu'on ne voudrait l'avouer. Ces raisons nous confirment dans la stratégie d'investissement que nous poursuivons et que nous maintiendrons au cours du semestre à venir au sein de votre fonds.