



Rapport de Gestion Trimestriel / Septembre 2007



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-évalués 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

Performances	1 mois	2 mois
Tiepolo Valeurs	-3,17 %	-5,68%
CAC 40	0,65 %	-0,62%
DJ STOXX 600	0,51%	-0,58%

Principales positions	
AGATA RECORD	4,87 %
ZODIAC	4,51 %
SPERIAN PROTECTION	4,03 %
SOFRAGI	3,99 %
SOMFY SA	3,74 %
NAT PORTEFEUILLE	3,48%
TECHNOFAN	2,81%
AIR LIQUIDE	2,78%
BOURBON	2,67%
SECHILIENNES SIDEC	2,59%

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
Valorisation	Quotidienne, sur la base des derniers cours du jour
Placement recommandé	Supérieur à 5 ans

Répartition Géographique	
1. France	83,31 %
2. Liquidités	8,34 %
3. Suisse	4,87 %
4. Belgique	3,48 %

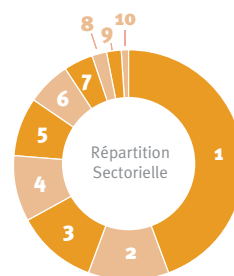
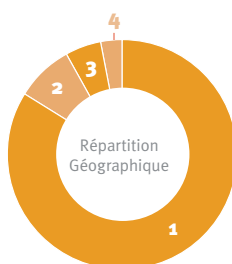
Caractéristiques au 30/09/07		
Valeur liquidative	Nombre de parts	
Part C	9,46 €	1 789 857
Actif net du Fonds	16 925 724,13 €	
Nombre de lignes	43	
PEA	OUI	

Répartition Sectorielle	
1. Industrie	43,82 %
2. Energie-Services énergétiques	11,28 %
3. Holding	11,26 %
4. Agroalimentaire	9,43 %
5. Liquidités	8,34 %
6. Construction	6,39 %
7. Transport-Logistique	4,05 %
8. Travail temporaire	2,43 %
9. Distribution	2,12 %
10. Luxe	0,88 %

Création du Fonds le 27 juillet 2007 avec une valeur liquidative de 10 €.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Sources : Europerformance (dividendes non-réinvestis)



Les marchés au 3^{ème} trimestre 2007

Cela devait arriver. A force de rechercher les profits à court terme, certaines sociétés américaines de crédit hypothécaire, attirées par les forts rendements générés par une clientèle peu solvable (crédits dits subprime), ont fini par se prendre les pieds dans le tapis. La hausse des taux d'intérêt de la Fed, suivie de la baisse de l'immobilier résidentiel bas de gamme aux Etats-Unis, n'a plus permis à cette clientèle fragile d'honorer ses échéances. Concomitamment, par l'intermédiaire de produits complexes, ces sociétés de crédits s'étaient débarrassées d'une partie de ces prêts auprès des investisseurs. Ceux-ci, inquiets, ont soudainement arrêté d'y souscrire, provoquant une crise de liquidité au sein des établissements bancaires pourtant chargés de l'assurer. De ce fait, ces banques, soucieuses de se protéger, ont soudain refusé de se prêter les unes aux autres, accentuant ainsi le phénomène. Les banques centrales sont venues jouer les pompiers en prêtant avec libéralité aux banques l'argent dont elles avaient besoin pour honorer leurs propres échéances. Cette crise de confiance n'a pas épargné les marchés d'actions qui ont tous baissé au cours de ce trimestre. Les valeurs moyennes, par définition moins liquides que leurs grandes sœurs, ont été les plus visées par ces mouvements. Comme toute crise de confiance, son issue est imperceptible mais certaine. Soyons donc patients et, fidèles à notre feuille de route, continuons d'acheter les valeurs aux fondamentaux sains.

AGTA Record - Ce groupe suisse figure parmi les premiers concepteurs et installateurs de portes automatiques. Il a changé de visage au cours des deux dernières années grâce à un rythme important de croissance interne mais également à des acquisitions de choix. Il propose aujourd'hui une gamme complète de produits et a augmenté significativement la récurrence de son activité grâce à un positionnement accru sur la maintenance. Les relais de croissance sont encore nombreux : élargissement de la couverture géographique, produits complexes à très forte valeur ajoutée et poursuite du développement de la maintenance. En outre, le capital du groupe est susceptible d'évoluer à moyen terme. Malgré une hausse importante du cours de bourse depuis le début de l'année, nous n'hésitons pas à en faire la première ligne du fonds.

Zodiac – L'équipementier aéronautique a subi la crise estivale des marchés en perdant 18% en trois mois. Certes le groupe familial enregistre la moitié de ses facturations en dollar et a donc la vie dure en bourse à chaque fois que le billet vert se déprécie. Il n'en demeure pas moins que le risque sur les résultats ne porte que sur un effet de conversion et les fondamentaux ne s'en trouvent jamais remis en question.

De plus, le recentrage récent sur les seules activités aéronautiques après la cession de la branche marine rend le groupe encore plus attrayant. Nous avons profité du creux de marché pour constituer une ligne significative à un prix de revient moyen de 50,90 euros.

Sperian Protection – Bacou-Dalloz, leader mondial des équipements de protection individuelle (vêtements techniques et de sécurité, harnais, masques de protection, etc.) a changé de nom pour adopter celui de Sperian Protection. Cela va de pair avec une volonté de déploiement plus rapide à l'international. Malheureusement, le titre a subi des prises de bénéfices après que la filiale américaine a annoncé une confrontation avec la justice. La défaillance d'un équipement respiratoire pour pompier pourrait coûter 15 millions de dollars, ce qui reste relativement limité à l'échelle du groupe. Il nous semble que le titre ne méritait pas une telle correction.

Somfy – Nul besoin de présenter cette belle affaire. Le numéro un mondial des systèmes d'automatismes d'ouvertures de la maison (volets, portail, etc.) présente toujours un profil très attrayant : dirigeants remarquables, barrières à l'entrée importantes, maîtrise des prix

de vente et stratégie de verrouillage des parts de marché. Comme toujours, les nouveaux produits (60 par an !) laisseront la concurrence derrière et amélioreront encore le mix produit. La stratégie opportuniste du groupe nous réserve sans aucun doute de bonnes surprises. Nous avons également profité des tumultes du marché pour les acheter à un cours moyen de 230,40 euros.

Dassault Aviation - La presse a récemment souligné les difficultés rencontrées par Dassault dans l'exportation du Rafale. Le titre en a souffert ces derniers jours comme si l'avenir du groupe était en jeu. Au premier semestre 2007, le carnet de commande de Dassault Aviation s'élevait à 14 milliards d'euros dont 71% sur la division Falcon, les avions d'affaires civils ! La Défense représente moins de 30% de l'activité future de l'entreprise : 22% pour la Défense française et 7% pour des armées étrangères sur des contrats notifiés. Dassault Aviation n'a donc pas besoin d'exporter le Rafale pour boucler son chiffre d'affaires des années à venir. Enfin, la trésorerie pléthorique de la société laisse présager de belles évolutions stratégiques et relativise grandement une valorisation apparemment généreuse.

Perspectives

La désormais fameuse crise des subprime aura en définitive permis de laisser respirer le marché ; il ne faut pas le regretter. Alors que nous trouvions que certaines valorisations devenaient un peu tendues après plus de quatre ans de hausse boursière pratiquement ininterrompue, la situation semble désormais plus saine. Certes, le coup a été un peu rude, mais cette baisse des marchés aura permis un retour à la raison des investisseurs avant que la situation ne devienne critique pour cause de surévaluation. On sait où cela conduit... Les investisseurs se souviennent donc que les marchés ont toujours deux sens possible de variation. Ensuite, comme à chaque « panique », nous assistons à un classique mais sain retour à la qualité et aux fondamentaux. Même si toutes les incertitudes ne sont pas encore levées, nous restons confiants pour l'avenir. Dans un premier temps, il est bon d'observer que la croissance des résultats des entreprises demeure bonne et souvent supérieure aux attentes. C'est là le principal moteur des marchés. Par ailleurs, les valeurs moyennes ont été survendues par des fonds frileux ou des investisseurs acculés à la vente par leurs positions spéculatives. Dès le retour au calme, ces valeurs dont nous sommes très friands retrouveront inéluctablement les faveurs des investisseurs. Enfin, en cas de rechute des marchés (toujours possible), les valeurs moyennes ayant déjà plus baissé que d'autres se trouveraient relativement protégées. En d'autres termes, le risque de baisse s'est considérablement réduit.