



Éric Dautreberte

Xavier Milvaux

## Rapport de Gestion Semestriel / Décembre 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.**

**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	8,47 €
Nombre de parts	6 308 644
Actif net du Fonds	53 431 144,15 €
Nombre de lignes	48

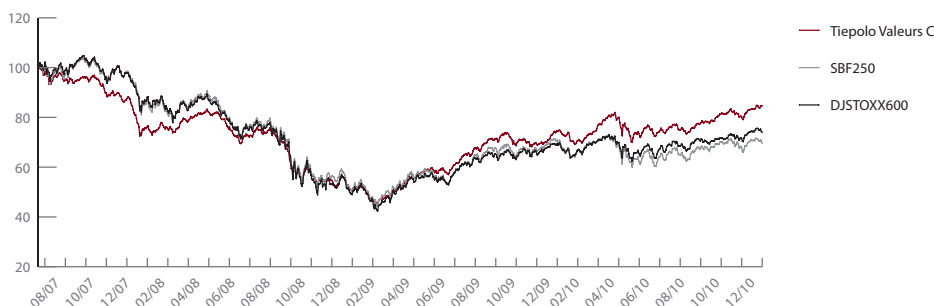
### Principales positions du Portefeuille investi

ZODIAC	4,41%
HAULOTTE GROUP	4,18%
CGG VERITAS	4,09%
AIR FRANCE - KLM	3,67%
BURELLE	3,65%
FAIVELEY	3,43%
INTER PARFUMS	3,41%
DELACHAUX	3,34%
VICAT	3,29%
NEXANS	3,17%

### 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
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 Valeurs C	8,47 €	7,91 €	7,35 €	7,14 €	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 Valeurs C	7,08%	15,24%	18,63%	-15,30%	15,36%
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
	UBISOFT
	TESSI

### Répartition du Fonds par classe d'actifs

Actions	99,63%
Liquidités	0,37%

### Répartition sectorielle du Portefeuille investi

Industrie	46,23%
Agroalimentaire-Boissons	14,69%
Banques-Assurances	9,43%
Holding	7,00%
Énergie-Services énergétiques	5,16%
BTP-Concessions	5,01%
Luxe	3,60%
Service informatique	2,60%
Travail temporaire	2,08%
Hôtellerie-Loisirs	1,83%
Matériaux de construction	1,64%

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

Société	Date
AIR FRANCE	8/07
UBISOFT	2/07
SOITEC	7/07
LAURENT PERRIER	7/07
REMY COINTREAU	27/07
BIGBEN	28/07
LDC	19/08
FAIVELEY	13/09
DASSAULT	22/09
DEINOVE	24/09

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 attentisme. 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

**Vicat** : si l'inventeur du ciment artificiel (1817) est aujourd'hui le troisième acteur français, il se développe surtout dans des pays à forte croissance. Son chiffre d'affaires dans ces zones représente plus du tiers de son activité. Après des investissements importants depuis 2006, 2010 aura été une année de transition qui ouvrira sur un nouvel élan de croissance. Une nouvelle usine vient d'être inaugurée au Kazakhstan et un nouveau site de production a été acquis en mai dernier à Bharathi (Inde). La qualité des sites de production et des implantations géographiques rend VICAT nettement plus rentable que la concurrence et recèle un grand potentiel de progression. En effet, si les marges sont très importantes en Afrique et au Moyen-Orient, les nouvelles usines vont contribuer favorablement aux résultats. L'activité aux Etats-Unis pourrait, quant-à elle, faire office de cerise sur le gâteau. Elle représente aujourd'hui moins de 10% du CA global. Une reprise aurait immédiatement un effet favorable. Enfin les finances de cette société familiale sont parfaitement saines. Pourtant le titre en bourse souffre d'un net retard. Il est important d'être positionné pour ne pas manquer une inéluctable embellie. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 2 milliards € ; PER : 11,2 .

**Air France** : il y a deux façons de considérer une compagnie aérienne du point de vue boursier. La première est de penser que le métier est ingrat, faiblement margé, dépendant de la conjoncture, des mouvements sociaux, des contraintes climatiques, des catastrophes aériennes, des enquêtes anti-trust, des variations imprévisibles des cours du pétrole et des devises. L'autre façon est de se rappeler que le métier est directement corrélé à la variation du PIB mondial. Une compagnie aérienne est donc un vecteur intéressant pour profiter d'une reprise économique. Plus que le secteur, Air France n'a pas été choisie par hasard. Nous indiquions en juin 2009 que la compagnie était une des mieux armées pour résister aux difficultés. Les

mesures prises ont été les bonnes. Air France poursuit avec intelligence son travail de maillage mondial, privilégie les lignes les plus rentables, remplit de mieux en mieux ses avions et fait profiter le marché de l'effet de levier de ces améliorations sur ses comptes. Le titre a repris des couleurs et nous pensons que la dynamique engagée ne fait que commencer. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 23,4 milliards € ; PER : 6,9 .

**Delachaux** : nous suivons depuis longtemps cette entreprise, leader mondial de la soudure et pose de rails pour le transport ferroviaire (60% de son CA). La société, également très présente dans les ensembles industriels de transport de courant électrique (30% du CA), se développe régulièrement sur des marchés à fortes visibilité et valeur ajoutée. Si le titre a souffert en 2008-2009, il s'est repris tout au long de l'année 2010 du fait d'une inflexion sensible de tendance à partir du premier trimestre 2010, largement confirmée par la suite. Le titre a grimpé de 51% en 2010 pour revenir à des niveaux satisfaisants mais qui ne tiennent même pas compte de la croissance future. Le principal attrait du groupe est sa capacité à dégager d'importants flux de trésorerie. Il est ainsi spécialiste des acquisitions réussies et rapidement financées. Nous pensons qu'une nouvelle belle opération de croissance externe est de plus en plus possible. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 704 millions € ; PER : 10,2 .

**Naturex** : c'est une position récente pour notre gestion, même si nous nous intéressons à cette société entrepreneuriale depuis plusieurs années. Toujours dirigée par son fondateur, elle stocke, transforme et commercialise des extraits 100% naturels de plantes qui sont surtout utilisés par les industriels de l'agroalimentaire. Son marché est structurellement en croissance régulière et l'engouement pour le naturel est bien plus qu'un effet de mode. Son développement se fait dans le monde entier mais reste parfaitement maîtrisé. L'acquisition, en

2010, de la division Ingrédients Naturels de la société espagnole Natraceutical a doublé la taille du groupe, en intégrant de magnifiques actifs industriels. C'est la troisième fois que la société double de taille par acquisition depuis 2002. Avec un CA de 200 millions €, Naturex devient leader mondial des extraits végétaux naturels de spécialité. Poursuivre ce rythme les prochaines années ne fait pas peur au management et cette belle histoire semble encore receler un potentiel important. Le cours de bourse profitera de ce développement malgré un parcours déjà intéressant depuis la deuxième partie de l'année 2010. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 223 millions € ; PER : 20,1 .

**Zodiac** : après avoir traversé la crise avec quelques difficultés quant à l'évolution du cours de son action, Zodiac a retrouvé des couleurs en 2010, confirmant ainsi que la stratégie qui consiste à rester patient dans la tourmente est payante. L'action Zodiac avait perdu 70% de sa valeur entre juin 2007 et mars 2009. En 2010, elle a repris presque tout le chemin perdu avec un cours de clôture de 56,2 €, alors que son plus haut historique est de 60,47 € atteint en juin 2007. Des rumeurs, démenties depuis, d'un possible raid sur la société ont également contribué à cet excellent parcours boursier. Zodiac pourrait en effet constituer une proie superbe ! Ce retour en grâce provient cependant d'abord de l'excellente résistance de la société dans la tourmente mais aussi de la reprise, tambour battant, de sa politique d'acquisitions et de la signature de contrats sur tous les nouveaux programmes d'avions commerciaux. Le groupe est plus que jamais incontournable dans son secteur ! Notons que le premier client de Zodiac est le brésilien Embraer et que le groupe réalise plus de 60% de son CA hors d'Europe. Il se prépare enfin à une exposition croissante à la Chine où l'activité de construction aéronautique en est à ses balbutiements. Chiffre d'affaires 2010 estimé : 2,2 milliards € ; PER : 14,3 .

### 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.