



# RAPPORT DE GESTION 30 JUIN 2010



## L'EQUIPE DE GESTION



Alain | CROUZAT



François | CHAULET



Agnès | COSTE



Grégory | MOORE



Marine | MICHEL

La Gestion de Montségur Finance est fondée sur la sélection de valeurs européennes, indépendamment de tout indice, de tout marché, de toute contrainte sectorielle ou de taille. Les entreprises sélectionnées peuvent traverser différentes phases de vie et correspondre aux critères de sélection de nos fonds.

**ACTIONS FRANCAISES EN SITUATION SPECIALE** | Certaines entreprises ne peuvent être valorisées par des multiples de résultats, notamment après un accident de parcours. On utilise alors des critères d'actif net ou de chiffre d'affaires. Plus vulnérables, elles deviennent susceptibles d'intéresser des concurrents ou des partenaires.

**| MONTSEGUR OPPORTUNITES** (pages 4-5)

**ACTIONS EUROPÉENNES DE CROISSANCE** | Les entreprises doivent croître, investir et générer des bénéfices. L'approche GARP pour Growth At Reasonable Price ou "valeurs de croissance à un prix raisonnable" recherche des valeurs qui n'intègrent pas la croissance future des bénéfices dans leurs cours.

**| MONTSEGUR PERSPECTIVES** (pages 6-7)

**ACTIONS EUROPÉENNES A HAUT RENDEMENT** | Ayant cessé d'investir massivement, généralement sur un marché mature offrant une bonne visibilité sur l'activité, elles se trouvent dans une position de rente et distribuent les résultats au travers de dividendes représentant un rendement net élevé.

**| MONTSEGUR RENDEMENT** (pages 8-9)

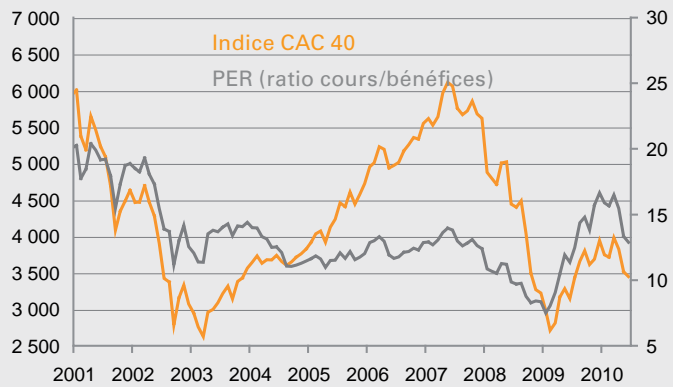
**FONDS MIXTE PRUDENT** | Investi essentiellement dans des produits monétaires ou obligataires pour respecter une gestion prudente, le solde est investi dans des actions européennes à haut dividendes.

**| MONTSEGUR DEFENSIF** (pages 10-11)

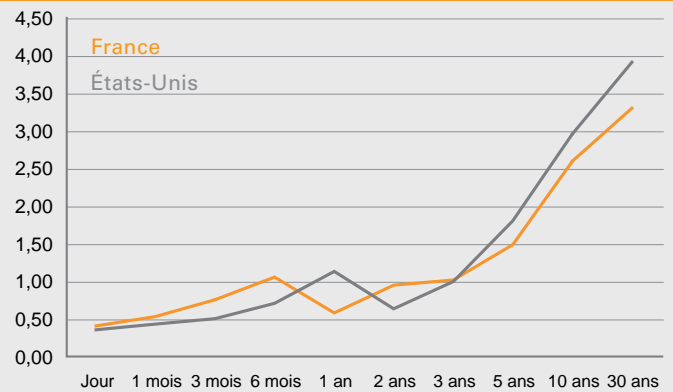
**OBLIGATIONS A COURT TERME** | Investi principalement en obligations et produits monétaires, émis en euros et classés dans la catégorie « investment grade » par les agences de notation. L'objectif est d'assurer une performance régulière et de préserver le capital investi.

**| MONTSEGUR SECURITE** (page 12)

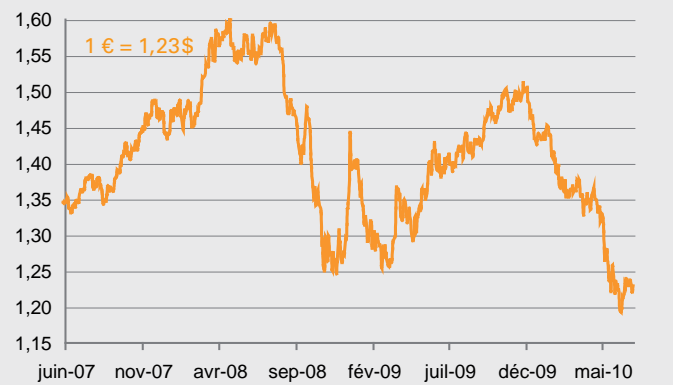
## ÉVOLUTION DES MARCHÉS



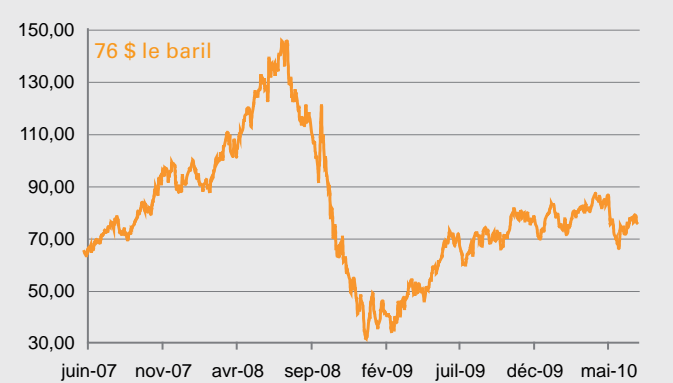
## TAUX D'INTÉRÊT



## MARCHÉ DES CHANGES



## COURS DU PÉTROLE (WTI)



## TIRAILLÉS ENTRE MACRO ET ÉCONOMIE

Les marchés conservent les séquelles de leurs traumatismes récents qui se traduisent par un comportement cyclothymique. Ainsi ce premier semestre a vu l'indice CAC 40 osciller entre 4.100 et 3.500 points, revenir à 4.100 points et terminer à 3.440 points, en baisse de 12,5 % depuis le 1er janvier.

Les craintes du risque systémique portent sur les emprunts d'États et par ricochet sur le secteur financier du fait de dépréciations potentielles des actifs bancaires. Par ailleurs, les banques doivent rembourser à la BCE 442 milliards d'euros, facilités ouvertes il y a un an arrivant à leur terme. Les injections de liquidités avaient ainsi été doublées de manière à éviter, en pleine crise, le manque de liquidités conséquent de retraits d'espèces et du blocage des marchés interbancaires. La BCE cherche désormais à éponger les excès afin que les marchés interbancaires retrouvent leur fonctionnement traditionnel.

Dans cette agitation permanente les marchés sont une caisse de résonance forte et les vagues médiatiques autour de la chose économique ne participent pas à l'accalmie.

Les périodes d'euphorie sont soutenues, dès lors que la crise n'a pas eu raison du système, par les entreprises qui ont retrouvé, à l'échelle de la microéconomie, des niveaux de profits historiques. L'étude des précédentes phases économiques et la façon dont les profits des entreprises ont évolué, démontrent que c'est cette création de richesses qui assure l'attractivité de l'investissement en actions.

Le dernier pic de cycle économique était en 2000 avant l'éclatement de la bulle internet, année où les profits des entreprises du CAC 40 ont atteint 50 milliards d'euros et où l'indice CAC 40 a progressé vers 7.000 points. La récession fit plonger l'indice jusqu'en mars 2003 à 2.400 points, avant de retrouver le chemin d'une croissance ininterrompue de 2003 à 2007, justifiée par la forte hausse des profits. Ceux-ci ont atteint 100 milliards en 2007 soit deux fois les niveaux du précédent haut de cycle, valorisés à plus de 6.000 points. L'indice CAC 40 était devenu moins « technologies médias télécoms », et plus financier.

Puis vint la récession de 2008 qui mit les entreprises à l'épreuve d'un krach immobilier, d'un krach financier lié à l'explosion du crédit puis de la dette souveraine, d'un tarissement des sources de financement, d'un choc pétrolier suivi d'un contre-choc et de bouleversements sur les marchés des changes. Délicat pour le dirigeant d'établir des budgets et d'investir dans de telles conditions. Les profits ont été divisés par deux au cours de la récession et l'indice est revenu sur son point bas de 2.465 points, 5 ans plus tard, en mars 2008. En valeur pourtant, ces « profits de crise » équivalent les profits du précédent haut de cycle de 2000. Observons qu'en cette sortie de crise, nos entreprises sont restructurées et relativement peu endettées. Elles ont même augmenté leur taux de distribution des dividendes.

Le consensus est très optimiste, attendant 80 milliards d'euros pour 2010, puis en 2011, le retour aux profits de 2007. De plus, à quelques jours des publications pour le second trimestre, on constate peu d'avertissements émis par les entreprises.

Cet élément est rassurant et permettra aux entreprises de confirmer l'embellie des résultats. La fébrilité des marchés est un fait, mais nous ne sommes plus dans le tourbillon de 2008 et il est possible de sélectionner des entreprises qui sauront poursuivre leur retour à une forte profitabilité. Grâce à des processus éprouvés et à un suivi de tous les instants, nous parvenons déjà à écarter nos performances des indices.

## ACTIONS FRANÇAISES SITUATIONS SPÉCIALES

**Sélection principalement française de sociétés pouvant faire l'objet d'opérations financières (OPA, OPE, OPR) ou en retournement de conjoncture.**

Durée de placement recommandée : supérieure à 5 ans,  
Éligible au PEA, Valorisation quotidienne / décimales

**Code ISIN part C: FR0010109157**

## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 juin 2010	94,23 €
<b>Performance 2010</b>	<b>- 3,24 %</b>
Performance 2009	+ 60,84 %
Performance depuis la création le 20/09/04	- 5,77 %
Exposition aux marchés actions	98 %
Actif net	24 M€

## POLITIQUE DE GESTION

Les investisseurs, pris entre des indicateurs avancés validant leurs espoirs de reprise et une multiplication de plans de rigueur au caractère potentiellement récessif, demeurent hésitants.

Nous allégeons les lignes ayant bénéficié du rebond de début de mois pour initier de nouveaux dossiers (**Nexity, Sequana**) ou renforcer les positions en retard sur le marché. Le fonds conserve son avance de 10 points par rapport à l'indice CAC 40.

## COMMENTAIRES VALEURS

**Nexity** figure parmi les premiers opérateurs intégrés de l'immobilier en France, avec 10 % de parts de marché. Grâce au rebond des transactions privées et à la reprise de l'immobilier de bureau, ses perspectives tendent à s'améliorer. Sa rentabilité, anticipée à 7 % cette année, devrait se redresser autour de 10 % à moyen terme. Le plan de rachat d'actions de 4,5 % du capital récemment voté est un facteur de soutien du titre. Nous initions une ligne vers 23 €, Nexity évoluant sur des niveaux de cours attractifs et offrant un rendement de près de 7 %.

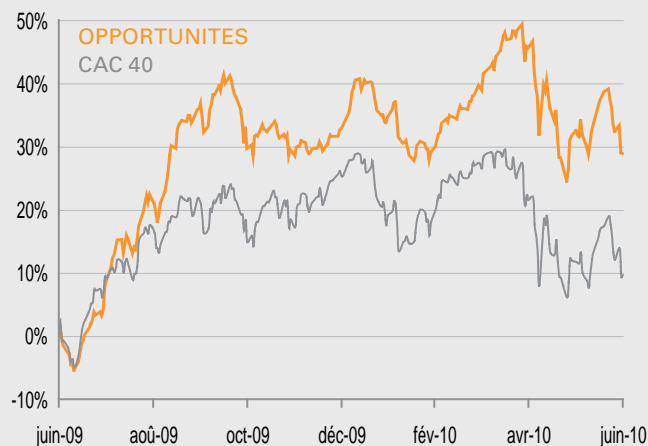
**Sequana**, dont l'optimisation des structures se poursuit, vise une nouvelle année d'amélioration de ses marges. Le groupe papetier a mis fin aux craintes portant sur la hausse du prix des matières premières en procédant à plusieurs ajustements tarifaires, signes de reprise du marché. Nous réinitions ce dossier, revenu sous 10 € après avoir frôlé 13 € fin avril.

**Mersen** confirme sa stratégie fondée sur un renforcement de ses activités dans les pays émergents et les énergies renouvelables. La prise de contrôle de la société chinoise Yantai Zhifu, spécialiste du graphite dédié à l'industrie photovoltaïque, est saluée. Nous prenons quelques bénéfices vers 28 €.

**Assystem** poursuit son ascension et s'adjuge près de 10 %. Compte tenu d'un retour à la croissance de ses activités et d'une remontée anticipée de son taux d'utilisation, la société pourrait enregistrer un redressement opérationnel notable dès 2010. Nous conservons notre position qui recèle un potentiel d'appréciation supplémentaire de plus de 13 %.

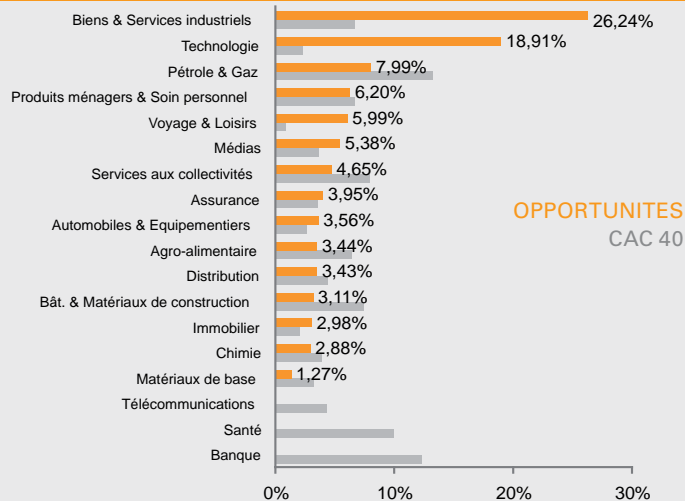
Nous matérialisons une partie de nos plus-values en **Accor, Casino** et **Havas** pour les réinvestir en **Nexans** et **NRJ Group**.

## PERFORMANCES



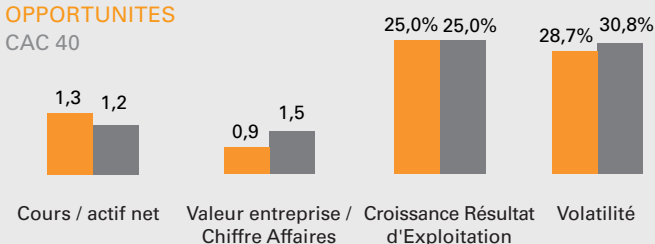
Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures

## RÉPARTITION SECTORIELLE

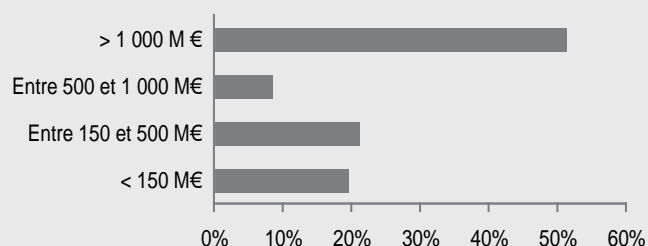


## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

OPPORTUNITES  
CAC 40



## RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



TOP		FLOP	
ASSYSTEM	+ 12,7%	UBISOFT	- 19,9%
PEUGEOT	+ 7,8%	EDF	- 12,2%
MERSEN	+ 6,8%	ARCHOS	- 11,9%
DYNACTION	+ 4,5%	EUROTUNNEL	- 11,6%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
NEXITY	Achat	MERSEN	Vente
NEXANS	Achat	CASINO	Vente
SEQUANA	Achat	HAVAS	Vente
NRJ GROUP	Achat	ACCOR	Vente

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
ACCOR	Voyage & Loisirs	16 500	38,25 €	631 125,00	2,60%
AIR FRANCE-KLM	Voyage & Loisirs	80 000	9,82 €	785 920,00	3,24%
ALCATEL-LUCENT	Technologie	450 000	2,12 €	954 900,00	3,94%
ALES GROUPE	Produits ménagers & Soins personnels	90 000	10,45 €	940 500,00	3,88%
ALSTOM	Biens & Services industriels	25 000	37,48 €	937 000,00	3,87%
ARCHOS	Technologie	150 000	3,70 €	555 000,00	2,29%
ASSYSTEM	Biens & Services industriels	50 000	13,10 €	655 000,00	2,70%
BULL	Technologie	450 000	2,71 €	1 219 500,00	5,03%
CASINO GUICHARD	Distribution	13 000	62,38 €	810 940,00	3,35%
CIMENTS FRANCAIS	Bât. & Matériaux de construction	12 000	61,20 €	734 400,00	3,03%
CS	Technologie	145 000	6,64 €	962 800,00	3,97%
DERICHEBOURG	Biens & Services industriels	250 000	2,93 €	732 500,00	3,02%
DYNACTION	Chimie	82 000	8,31 €	681 420,00	2,81%
ECA	Biens & Services industriels	50 000	13,49 €	674 500,00	2,78%
EDF	Services aux collectivités	35 000	31,43 €	1 100 050,00	4,54%
ESSO	Pétrole & Gaz	7 500	102,18 €	766 350,00	3,16%
EULER HERMES	Assurance	18 000	51,95 €	935 100,00	3,86%
GROUPE CRIT	Biens & Services industriels	30 000	20,00 €	600 000,00	2,48%
GROUPE EUROTUNNEL	Biens & Services industriels	120 000	5,57 €	668 760,00	2,76%
HAVAS	Médias	170 000	3,63 €	617 440,00	2,55%
MERSEN	Biens & Services industriels	25 000	28,28 €	706 875,00	2,92%
NEXANS	Biens & Services industriels	10 000	48,24 €	482 350,00	1,99%
NEXITY	Immobilier	30 000	23,52 €	705 450,00	2,91%
NRJ GROUP	Médias	110 000	5,95 €	654 500,00	2,70%
OAO GAZPROM	Pétrole & Gaz	40 000	15,62 €	624 600,00	2,58%
PETROBRAS	Pétrole & Gaz	40 000	12,46 €	498 400,00	2,06%
PEUGEOT	Automobiles & Equipementiers	40 000	21,07 €	842 600,00	3,48%
SAFT	Biens & Services industriels	30 000	24,91 €	747 300,00	3,08%
SEQUANA	Matériaux de base	30 000	10,01 €	300 150,00	1,24%
SQLI	Technologie	750 000	1,04 €	780 000,00	3,22%
UBISOFT	Produits ménagers & Soins personnels	85 000	6,19 €	526 235,00	2,17%
WESSANEN	Agro-alimentaire	280 000	2,90 €	812 840,00	3,36%
<b>Total Actions</b>				<b>23 644 505,00</b>	<b>97,59%</b>
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>				<b>583 056,42</b>	<b>2,41%</b>
<b>Couverture 0 % de la part actions</b>					

**TOTAL ACTIF NET 24 227 561,42 100,00%**

## VALEURS EUROPÉENNES DE CROISSANCE

**Sélection de grandes valeurs européennes bénéficiant des meilleures perspectives de croissance des bénéficiaires et dont la valorisation est raisonnable (process de gestion GARP : "Growth At Reasonable Price").**

Durée de placement recommandée : supérieure à 5 ans,  
Éligible au PEA, Valorisation quotidienne / décimales

**Code ISIN part C : FR0010109140**

## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 juin 2010	95,71 €
<b>Performance 2010</b>	<b>- 2,96 %</b>
Performance 2009	+ 32,18 %
Performance depuis la création le 20/09/04	- 4,29 %
Exposition aux marchés actions	95 %
Actif net	19 M€

## POLITIQUE DE GESTION

Les opérations de croissance externe se multiplient. Bien accueillies par le marché, elles sont signe d'un regain d'optimisme chez les dirigeants et illustrent combien ils semblent déterminés à aller chercher la croissance où elle est la plus vive.

Montségur Perspectives affiche une avance de 10 points sur le marché. Son exposition aux actions est réduite à 95 % suite aux ventes partielles de lignes aux parcours remarquables.

## COMMENTAIRES VALEURS

**Microsoft** présente des perspectives de croissance dont nous sommes convaincus. Son dernier système d'exploitation Windows 7 à peine commercialisé, les fonctionnalités de son successeur Windows 8, disponible en 2012 seulement, suscitent déjà l'intérêt des consommateurs. Nous revenons sur le dossier sous 20 €, après l'avoir vendu vers 23 € fin mai.

**Michelin** reprend ses investissements. Le groupe prévoit d'allouer deux milliards de dollars aux pays émergents d'ici à 2012. L'équipement de véhicules neufs, en forte croissance en Chine et au Brésil où il représente respectivement 50 % et 25 % du marché des pneumatiques, sera largement favorisé.

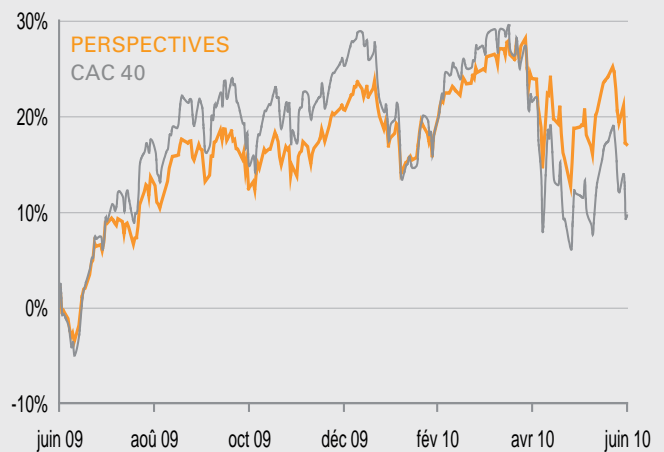
**Danone** fusionne ses activités russes avec celles d'Unimilk, second acteur des Produits Laitiers dans cette zone. Réalisée au prix limité de 1,3 milliard d'euros, cette opération stratégique permettra à Danone de se renforcer dans les segments à forte valeur ajoutée et de dégager d'importantes synergies de coûts.

**SAP** reconduit son offre d'achat de 5,8 milliards de dollars sur la société américaine Sybase, spécialiste des bases de données. Destinée à diversifier l'offre de SAP, cette acquisition pourrait également constituer un moteur de croissance pour l'éditeur de logiciels en élargissant sa base de clients en Asie.

**Michelin, Danone et SAP**, parmi les principaux contributeurs à la performance, font l'objet de prises de bénéfices, tout comme **L'Oréal, Pernod-Ricard, Siemens et Sodexo**. Les liquidités sont réallouées en **ArcelorMittal, BNP-Paribas et Roche**.

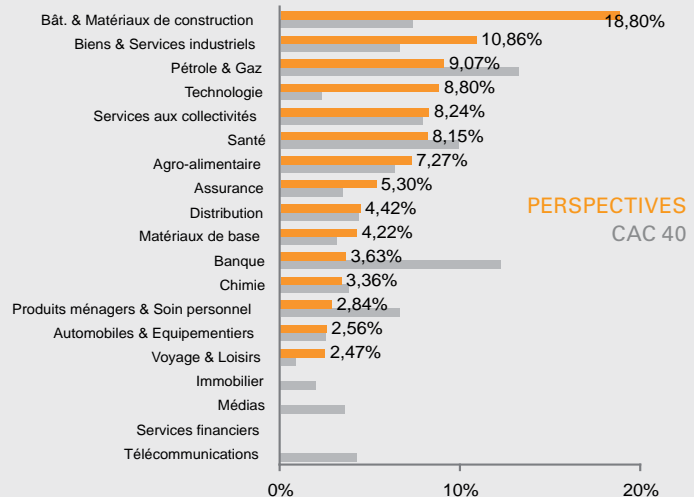
Nous vendons vers 88 € les titres **Schneider Electric** achetés 75 € fin mai.

## PERFORMANCES



Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures

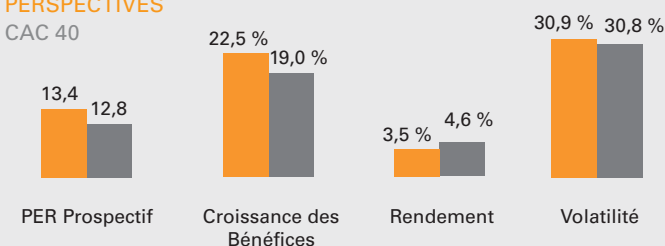
## RÉPARTITION SECTORIELLE



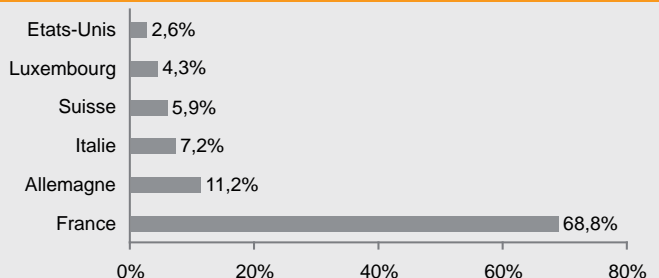
## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

### PERSPECTIVES

CAC 40



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
SCHNEIDER ELEC.	+ 7,0%	IMMSI	- 13,1%
L'OREAL	+ 6,0%	ARCELORMITTAL	- 10,2%
MICHELIN	+ 5,9%	BOUYGUES	- 8,4%
DANONE	+ 5,2%	VEOLIA	- 7,6%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
MICROSOFT	Achat	SCHNEIDER ELEC.	Vente
ARCELORMITTAL	Achat	SAP	Vente
BNP-PARIBAS	Achat	SODEXO	Vente
ROCHE	Achat	PERNOD RICARD	Vente

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
<b>ADECCO</b>	Biens & Services industriels	12 000	39,12 €	469 440,00	2,42%
<b>AIR LIQUIDE</b>	Chimie	7 466	83,46 €	623 112,36	3,21%
<b>ALLIANZ</b>	Assurance	12 000	81,85 €	982 200,00	5,06%
<b>ARCELORMITTAL</b>	Matériaux de base	35 000	22,36 €	782 425,00	4,03%
<b>AREVA</b>	Services aux collectivités	2 200	342,00 €	752 400,00	3,88%
<b>BNP PARIBAS</b>	Banque	15 000	44,77 €	671 550,00	3,46%
<b>BOUYGUES</b>	Bât. & Matériaux de construction	19 000	31,93 €	606 575,00	3,13%
<b>CAP GEMINI</b>	Technologie	15 000	36,30 €	544 425,00	2,81%
<b>CARREFOUR</b>	Distribution	25 000	32,74 €	818 500,00	4,22%
<b>DANONE</b>	Agro-alimentaire	22 500	44,20 €	994 500,00	5,12%
<b>ENI</b>	Pétrole & Gaz	40 000	15,19 €	607 600,00	3,13%
<b>IMMSI</b>	Bât. & Matériaux de construction	1 000 000	0,74 €	740 000,00	3,81%
<b>LAFARGE</b>	Bât. & Matériaux de construction	15 000	45,08 €	676 125,00	3,48%
<b>L'OREAL</b>	Produits ménagers & Soins personnels	6 500	80,97 €	526 305,00	2,71%
<b>MICHELIN</b>	Automobiles & Equipementiers	8 210	57,73 €	473 963,30	2,44%
<b>MICROSOFT</b>	Technologie	25 000	19,21 €	480 250,00	2,47%
<b>PERNOD RICARD</b>	Agro-alimentaire	5 500	63,98 €	351 890,00	1,81%
<b>ROCHE</b>	Santé	5 500	149,10 CHF	617 414,55	3,18%
<b>SAINT GOBAIN</b>	Bât. & Matériaux de construction	25 000	30,90 €	772 375,00	3,98%
<b>SANOFI-AVENTIS</b>	Santé	18 000	49,53 €	891 540,00	4,59%
<b>SAP</b>	Technologie	16 500	36,68 €	605 220,00	3,12%
<b>SIEMENS</b>	Biens & Services industriels	6 500	74,02 €	481 130,00	2,48%
<b>SODEXO</b>	Voyage & Loisirs	10 000	45,75 €	457 500,00	2,36%
<b>THALES</b>	Biens & Services industriels	40 000	26,54 €	1 061 600,00	5,47%
<b>TOTAL</b>	Pétrole & Gaz	29 000	36,97 €	1 071 985,00	5,52%
<b>VEOLIA ENVIRON.</b>	Services aux collectivités	40 000	19,36 €	774 200,00	3,99%
<b>VINCI</b>	Bât. & Matériaux de construction	20 000	34,34 €	686 800,00	3,54%
<b>Total Actions</b>				18 521 025,21	95,44%
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>				885 167,50	4,56%
<b>Couverture 0 % de la part actions</b>					

**TOTAL ACTIF NET 19 406 192,71 100,00%**

## ACTIONS EUROPÉENNES

**Sélection de valeurs européennes présentant des rendements nets élevés. Ce fonds peut être souscrit en parts qui capitalisent (part C) ou qui distribuent (part D) les dividendes.**

Durée de placement recommandée : supérieure à 5 ans,  
Éligible au PEA, Valorisation quotidienne / décimales

**Code ISIN part C : FR0010263574, part D : FR0010271676**

## POLITIQUE DE GESTION

Les valeurs défensives, délaissées par les investisseurs, conservent un potentiel de rebond important tout en offrant des niveaux de rendement plus qu'attractifs.

Ces raisons nous incitent à défendre nos positions et à maintenir l'exposition du fonds aux actions à son maximum.

## COMMENTAIRES VALEURS

**Axa** cède une partie de ses activités d'assurance vie britanniques à Resolution Ltd pour se concentrer sur la gestion de fortune, plus rémunératrice. Les 3,3 milliards d'euros issus de cette opération procurent à l'entreprise des marges de manœuvre supplémentaires pour se développer dans des métiers ou des zones plus porteuses, telles que l'Asie-Pacifique ou la Turquie. Nous croyons en la stratégie d'**Axa**, renforcé sous 13 €, ainsi qu'en celle de **Scor**, que nous conservons.

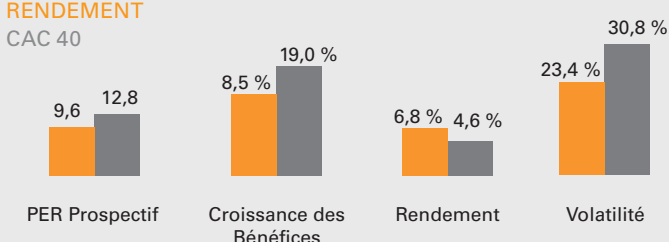
**Neopost** connaît un bon début d'année. Ses ventes d'équipements ressortent en croissance. Ses revenus récurrents, tirés des activités de service, représentent plus de 70 % du chiffre d'affaires. Le groupe réitère ses objectifs annuels visant une rentabilité de 25,7 % et une stabilité de ses ventes.

Dans le cadre de sa journée investisseurs **SES Global** a rassuré sur sa capacité à tirer parti de la forte croissance des pays émergents, en y destinant 85 % de ses futures capacités satellitaires. La direction s'est également montrée positive concernant l'évolution des tarifs, revus en hausse lors des renégociations de contrats. Nous conservons nos titres.

**France Télécom** adopte un discours plus agressif en termes de croissance externe. L'opérateur tablait sur 2 milliards d'euros de chiffre d'affaires additionnel dans les pays émergents d'ici 3 ans, contre 5 ans évoqués précédemment, et serait prêt à déboursier près de 15 milliards d'euros en cas d'opportunité d'acquisition intéressante. Le développement du groupe en Afrique ou au Moyen-Orient constituerait un relais de croissance pertinent dans le contexte d'accroissement des conditions concurrentielles des pays matures. La ligne est complétée vers 14,20 €. A noter, dans le secteur, les rebonds de **Mobistar** et **Deutsche Telekom**.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

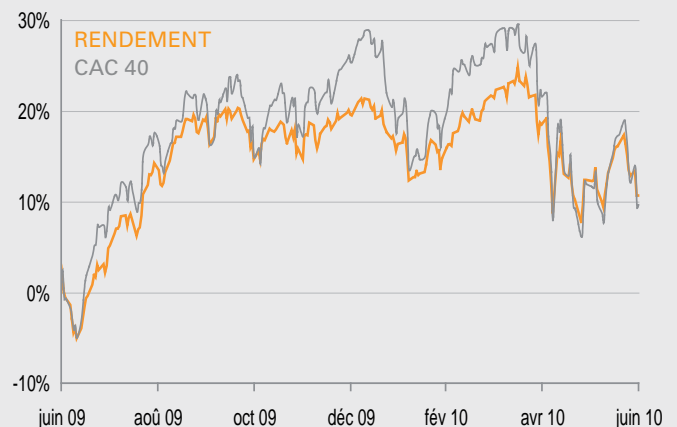
RENDEMENT  
CAC 40



## CHIFFRES CLÉS

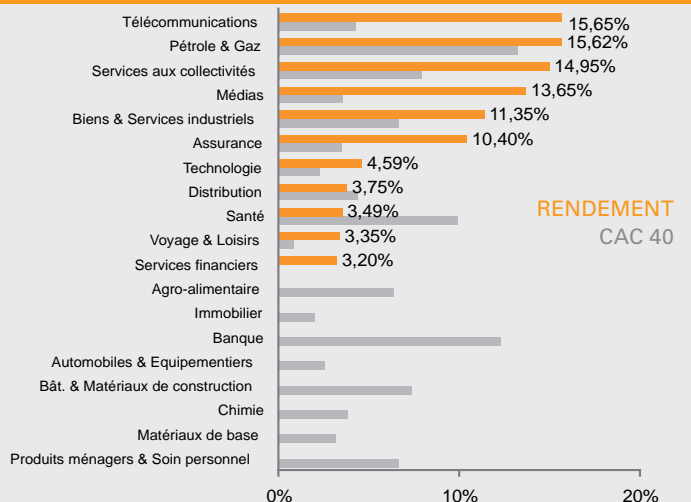
Valeur liquidative au 30 juin 2010 (C)	85,87 €
<b>Performance 2010</b>	<b>- 7,40 %</b>
Performance 2009	+ 26,23 %
Performance depuis la création le 31/12/05	- 14,13 %
Exposition aux marchés actions	98 %
Actif net	17 M€

## PERFORMANCES

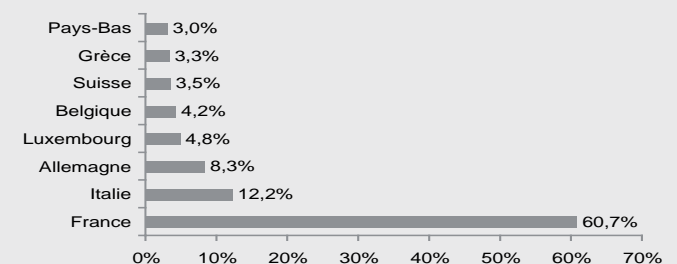


Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures

## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
RUBIS	+ 8,6%	OPAP	- 13,7%
MOBISTAR	+ 6,9%	GDF SUEZ	- 7,0%
DEUTSCHE TEL.	+ 6,5%	AXA	- 5,3%
SALVEPAR	+ 5,4%	VIVENDI	- 4,7%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
FRANCE TEL.	Achat		
AXA	Achat		

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
<b>AXA</b>	Assurance	80 000	12,75 €	1 019 600,00	5,87%
<b>CANAL +</b>	Médias	100 000	5,12 €	512 000,00	2,95%
<b>DEUTSCHE POST</b>	Biens & Services industriels	45 000	12,01 €	540 450,00	3,11%
<b>DEUTSCHE TELEKOM</b>	Télécommunications	90 000	9,70 €	873 270,00	5,03%
<b>ENEL</b>	Services aux collectivités	215 000	3,49 €	750 350,00	4,32%
<b>ENI</b>	Pétrole & Gaz	40 000	15,19 €	607 600,00	3,50%
<b>ESSO</b>	Pétrole & Gaz	4 750	102,18 €	485 355,00	2,80%
<b>FINMECCANICA</b>	Biens & Services industriels	85 000	8,54 €	725 900,00	4,18%
<b>FRANCE TELECOM</b>	Télécommunications	75 000	14,29 €	1 071 375,00	6,17%
<b>GDF SUEZ</b>	Services aux collectivités	42 000	23,50 €	987 000,00	5,68%
<b>GL EVENTS</b>	Biens & Services industriels	33 273	19,94 €	663 463,62	3,82%
<b>MOBISTAR</b>	Télécommunications	16 500	43,64 €	719 977,50	4,15%
<b>NEOPOST</b>	Technologie	13 000	59,51 €	773 630,00	4,46%
<b>NOVARTIS</b>	Santé	15 000	52,60 CHF	594 037,04	3,42%
<b>OPAP</b>	Voyage & Loisirs	55 000	10,21 €	561 550,00	3,23%
<b>RALLYE</b>	Distribution	25 549	24,90 €	636 170,10	3,66%
<b>ROYAL DUTCH SHELL</b>	Pétrole & Gaz	25 000	20,75 €	518 750,00	2,99%
<b>RUBIS</b>	Services aux collectivités	5 000	66,64 €	333 200,00	1,92%
<b>SALVEPAR</b>	Services financiers	8 397	62,50 €	524 812,50	3,02%
<b>SCOR</b>	Assurance	50 000	15,69 €	784 500,00	4,52%
<b>SES</b>	Médias	48 000	17,12 €	821 520,00	4,73%
<b>SUEZ ENVIRONNEMENT</b>	Services aux collectivités	38 000	13,59 €	516 230,00	2,97%
<b>TOTAL</b>	Pétrole & Gaz	29 000	36,97 €	1 071 985,00	6,17%
<b>VIVENDI</b>	Médias	60 000	16,82 €	1 008 900,00	5,81%
<b>Total Actions</b>				17 101 625,76	98,50%
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>				260 564,38	1,50%
<b>Couverture 0 % de la part actions</b>					

**TOTAL ACTIF NET 17 362 190,14 100,00%**

## MIXTE EURO PRUDENTS

**Investi essentiellement dans des produits monétaires ou obligataires pour respecter une gestion prudente (minimum 70 %), le solde est investi dans une sélection de valeurs européennes présentant, comme pour Montségur Rendement, des rendements nets élevés.**

Durée de placement recommandée : supérieure à 2 ans  
Valorisation quotidienne / décimales

**Code ISIN part C : FR0010121137**

## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 juin 2010	116,70 €
<b>Performance 2010</b>	<b>- 2,22 %</b>
Performance 2009	+ 8,06 %
Performance EONIA depuis la création	+ 15,03 %
Performance depuis la création le 11/11/04	+ 16,70 %
Exposition aux marchés actions	28 %
Actif net	31 M€

## POLITIQUE DE GESTION

Le statut quo se poursuit à Francfort et New-York où les banques centrales européenne et américaine ont maintenu leurs taux directeurs à 1 % et 0,25 % respectivement. Leurs gouverneurs restent décidés à stimuler l'activité au maximum, et ce d'autant plus que la conjoncture financière est devenue moins favorable à la croissance depuis la « crise grecque ».

Nous continuons de rechercher des placement monétaires aux rendements supérieurs à 0,30 % (**Klépierre, Alstom**) et maintenons l'exposition du fonds aux actions à près de 28 %. Le rendement à terme de Montségur Défensif est de 2,7 %.

## COMMENTAIRES VALEURS

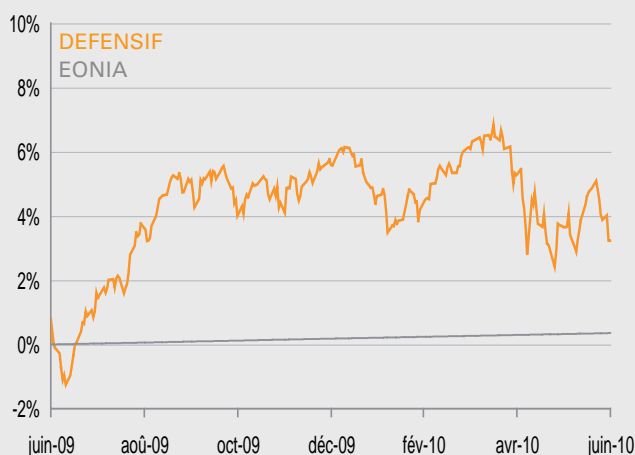
**GI Events** rehausse son objectif de croissance 2010 de 10 % à 15 % et table sur un chiffre d'affaires supérieur à 670 millions. Cette annonce fait suite à la signature de contrats de prestations de services d'environ 30 millions d'euros en vue des Jeux du Commonwealth organisés en Inde. **GI Events**, qui bénéficie d'un fort dynamisme commercial, confirme sa capacité à s'imposer sur des contrats d'envergure mondiale. Nous conservons.

**Salvepar** poursuit sa politique d'investissement et prend une participation de près de 7 % au capital de Financière Spie Batignolles, maison-mère de Spie Batignolles. Ce groupe, qui compte parmi les principaux acteurs de la construction en France, vise un chiffre d'affaires de 1,8 milliard d'euros cette année. La décote sur actif net de Salvepar, de près de 35 %, demeure injustifiée.

**Finmeccanica** annonce la conclusion de différents accords de coopération avec Boeing et de commandes de la part de l'armée américaine. Ces nouvelles favorables, combinées au redressement des activités les plus impactées par la crise, comme les hélicoptères civils, et à l'avancée du processus de cession de la filiale Ansaldo Energia, devraient contribuer à la revalorisation du titre. Finmeccanica présente une décote de 40 % par rapport au secteur de la défense européen.

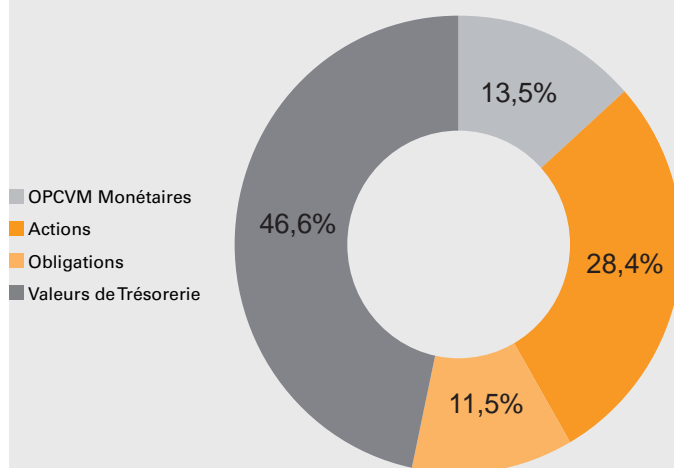
Nous poursuivons nos achats en **France Télécom**.

## PERFORMANCES



Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures

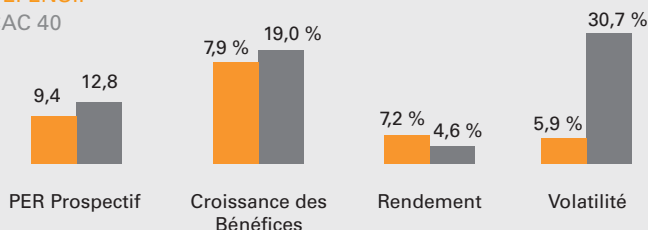
## RÉPARTITION DES ACTIFS



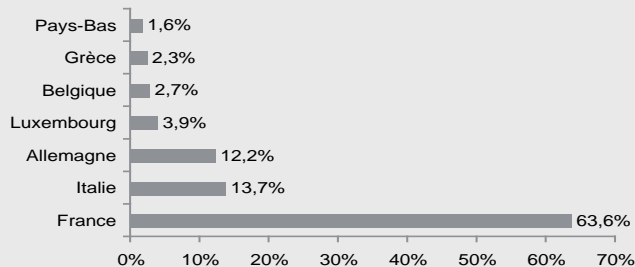
## ANALYSE DU PORTEFEUILLE ACTIONS

DEFENSIF

CAC 40



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
MOBISTAR	+ 6,9%	OPAP	- 13,7%
DEUTSCHE TEL.	+ 6,5%	GDF SUEZ	- 7,0%
SALVEPAR	+ 5,4%	AXA	- 5,3%
ESSO	+ 2,1%	VIVENDI	- 4,7%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
FRANCE TEL.	Achat		Vente
	Achat		
	Achat		
	Achat		

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
<b>AXA</b>	Assurance	35 000	12,75 €	446 075,00	1,43%
<b>CANAL +</b>	Médias	50 000	5,12 €	256 000,00	0,82%
<b>DEUTSCHE POST</b>	Biens & Services industriels	25 000	12,01 €	300 250,00	0,97%
<b>DEUTSCHE TELEKOM</b>	Télécommunications	80 000	9,70 €	776 240,00	2,50%
<b>ENEL</b>	Services aux collectivités	129 200	3,49 €	450 908,00	1,45%
<b>ENI</b>	Pétrole & Gaz	33 000	15,19 €	501 270,00	1,61%
<b>ESSO</b>	Pétrole & Gaz	3 000	102,18 €	306 540,00	0,99%
<b>FINMECCANICA</b>	Biens & Services industriels	30 000	8,54 €	256 200,00	0,82%
<b>FRANCE TELECOM</b>	Télécommunications	60 000	14,29 €	857 100,00	2,76%
<b>GDF SUEZ</b>	Services aux collectivités	20 000	23,50 €	470 000,00	1,51%
<b>GL EVENTS</b>	Biens & Services industriels	10 000	19,94 €	199 400,00	0,64%
<b>MOBISTAR</b>	Télécommunications	5 500	43,64 €	239 992,50	0,77%
<b>NEOPOST</b>	Technologie	5 000	59,51 €	297 550,00	0,96%
<b>OPAP</b>	Voyage & Loisirs	20 000	10,21 €	204 200,00	0,66%
<b>RALLYE</b>	Distribution	13 286	24,90 €	330 821,40	1,06%
<b>ROYAL DUTCH SHELL</b>	Pétrole & Gaz	7 000	20,75 €	145 250,00	0,47%
<b>SALVEPAR</b>	Services financiers	7 000	62,50 €	437 500,00	1,41%
<b>SCOR</b>	Assurance	25 000	15,69 €	392 250,00	1,26%
<b>SES</b>	Médias	20 000	17,12 €	342 300,00	1,10%
<b>SUEZ ENVIRONNEMENT</b>	Services aux collectivités	18 000	13,59 €	244 530,00	0,79%
<b>TOTAL</b>	Pétrole & Gaz	21 500	36,97 €	794 747,50	2,56%
<b>VIVENDI</b>	Médias	35 000	16,82 €	588 525,00	1,89%
<b>Total Actions</b>				<b>8 837 649,40</b>	<b>28,42%</b>

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
<b>OBL BANQUE PSA 6,375%</b>	A-2	BBB	16/11/10	2,07%	1 055 759,89	3,40%
<b>OBL TF1 4,38%</b>	A-2	BBB	12/11/10	1,63%	622 650,48	2,00%
<b>OBL GE CAP 4,75%</b>	A-1+	AA+	18/01/11	1,62%	1 038 537,29	3,34%
<b>OBL QUILVEST 8%</b>	Non Noté	Non Noté	07/12/14	7,99%	855 202,19	2,75%
<b>Total Obligations</b>					<b>3 572 149,85</b>	<b>11,49%</b>

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
<b>CD CRCA MORBIHAN</b>	A-1+	AA-	01/07/10	0,42%	900 000,00	2,89%
<b>BT ALSTOM</b>	A-2	BBB+	05/07/10	0,48%	899 953,52	2,89%
<b>BT MICHELIN</b>	A-3	BBB	05/07/10	0,43%	899 957,52	2,89%
<b>BT ARCELORMITTAL</b>	A-3	BBB	07/07/10	0,70%	999 885,20	3,22%
<b>BT DANONE</b>	A-2	A-	09/07/10	0,38%	599 950,68	1,93%
<b>BT AEGON</b>	A-2	A-	13/07/10	0,64%	999 793,65	3,22%
<b>CD RCI BANQUE</b>	A-3	BBB-	21/07/10	0,87%	999 545,39	3,21%
<b>BT VIVENDI</b>	A-2	BBB	26/07/10	0,49%	899 715,94	2,89%
<b>CD CREDIT MUTUEL MAINE</b>	A-1	A+	28/07/10	0,47%	899 703,33	2,89%
<b>BT PPR</b>	A-3	Non Noté	29/07/10	0,64%	999 537,92	3,21%
<b>BT AIR LIQUIDE</b>	A-1	A	05/08/10	0,44%	999 611,51	3,21%
<b>CD DIAC</b>	A-3	BBB-	10/08/10	0,90%	999 101,86	3,21%
<b>BT VOLKSWAGEN</b>	A-2	A-	10/08/10	0,49%	899 560,44	2,89%
<b>BT ENEL</b>	Non Noté	A-	11/08/10	0,83%	799 325,97	2,57%
<b>CD BANCO ESPIRITO SANTO</b>	A-2	A-	26/08/10	0,87%	799 068,17	2,57%
<b>BT KLEPIERRE</b>	A-2	BBB+	30/09/10	1,05%	898 093,10	2,89%
<b>Total Produits de Trésorerie</b>					<b>14 492 804,20</b>	<b>46,61%</b>
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>					<b>4 189 848,51</b>	<b>13,48%</b>

**TOTAL ACTIF NET 31 092 451,96 100,00%**

\* BT : Billet de Trésorerie - CD : Certificat de dépôt - OBL : Obligation

## OBLIGATIONS A COURT TERME EURO

Sélection d'obligations et d'instruments de taux courts de type monétaire, émis en euros et classés dans la catégorie « investment grade\* » afin d'assurer une performance régulière et de préserver le capital investi.

Durée de placement recommandée : de 3 mois à 2 ans  
Valorisation quotidienne / décimalisée

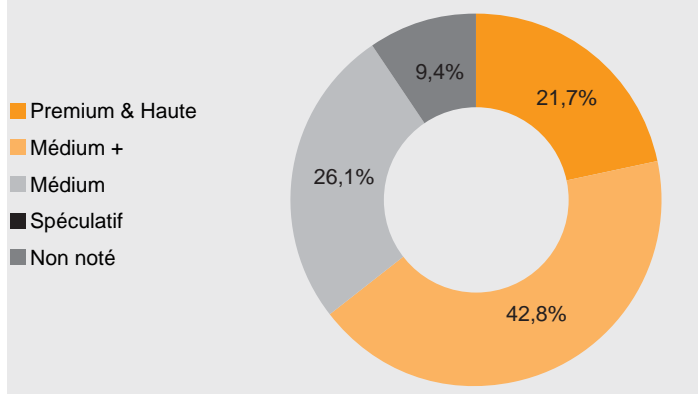
Code ISIN part C : FR0010559336

\* notation supérieure ou égale à A-3 à court terme et à BBB- à long terme

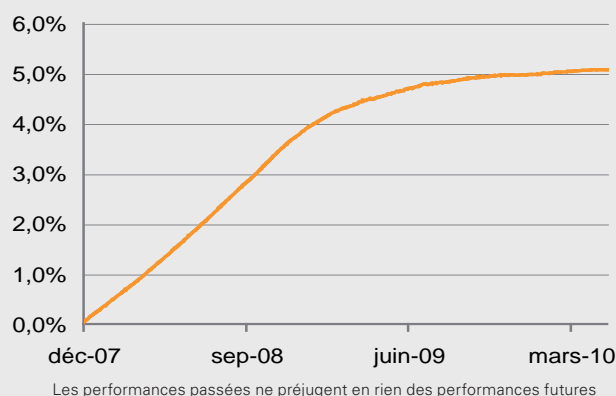
## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 juin 2010	105,06 €
<b>Performance 2010</b>	<b>+ 0,10 %</b>
Performance 2009	+ 1,12 %
Rendement au terme du portefeuille	0,7 %
Part investie à très court terme (< 3 mois)	92,0 %
Part investie notée « investment grade* »	90,7 %
Actif net	15 M€

## REPARTITION PAR QUALITE DE SIGNATURE



## PERFORMANCES



## COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
CD BANQUE PSA	A-2	BBB	01/07/10	0,66%	800 000,00	5,36%
CD CRCA MORBIHAN	A-1+	AA-	01/07/10	0,42%	800 000,00	5,36%
BT ALSTOM	A-2	BBB+	05/07/10	0,47%	599 969,01	4,02%
BT ARCELORMITTAL	A-3	BBB	07/07/10	0,69%	799 908,16	5,36%
BT VIVENDI	A-2	BBB	08/07/10	0,43%	799 933,95	5,36%
BT SNPE	A-1	Non Noté	19/07/10	0,30%	599 910,03	4,02%
BT FAURECIA	Non Noté	Non Noté	22/07/10	2,08%	799 034,41	5,35%
CD CREDIT MUTUEL MAINE	A-1	A+	28/07/10	0,44%	599 801,08	4,02%
BT PPR	A-3	Non Noté	29/07/10	0,60%	699 673,83	4,69%
BT AIR LIQUIDE	A-1	A	05/08/10	0,40%	599 766,90	4,02%
CD DIAC	A-3	BBB-	10/08/10	0,81%	599 461,11	4,02%
BT VOLKSWAGEN	A-2	A-	10/08/10	0,44%	599 706,96	4,02%
BT ENEL	Non Noté	A-	11/08/10	0,75%	599 494,47	4,02%
BT MICHELIN	A-3	BBB	16/08/10	0,48%	599 632,30	4,02%
BT GE	A-1+	AA+	20/08/10	0,47%	599 608,80	4,02%
CD BANCO ESPIRITO SANTO	A-2	A-	26/08/10	0,75%	599 301,13	4,02%
BT REPSOL	A-2	BBB	06/09/10	0,69%	599 239,28	4,02%
BT CIMENTS FRANCAIS	A-3	BBB-	17/09/10	0,74%	599 039,82	4,01%
BT AEGON	A-2	A-	30/09/10	0,73%	598 894,89	4,01%
BT KLEPIERRE	A-2	BBB+	30/09/10	0,84%	598 728,73	4,01%
<b>Total Produits de Trésorerie</b>					<b>13 091 104,86</b>	<b>87,22%</b>
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>					<b>1 831 989,23</b>	<b>12,28%</b>
<b>TOTAL ACTIF NET</b>					<b>14 923 094,09</b>	<b>100,00%</b>

\* BT : Billet de Trésorerie - CD : Certificat de dépôt - OBL : Obligation