

RAPPORT DE GESTION  
AOÛT 2009



## 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)

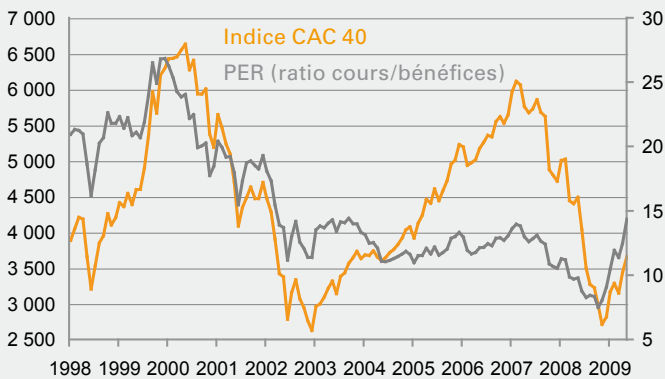
**FONDS MIXTE PRUDENT** | Investi essentiellement dans des produits monétaires ou obligataires pour respecter une gestion prudente, le solde est investi dans des actions européennes à haut dividendes.

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

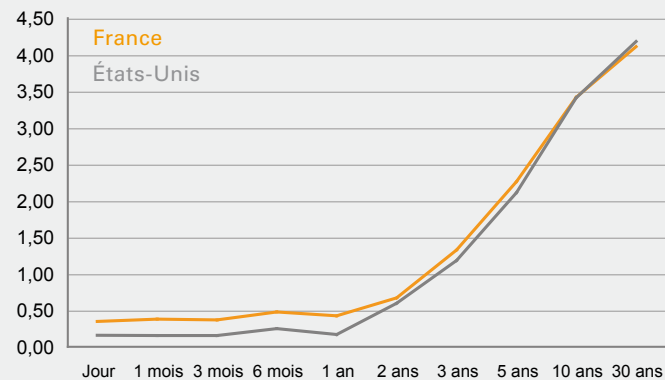
**OBLIGATIONS A COURT TERME** | Investi principalement en obligations et produits monétaires, émis en euros et classés dans la catégorie « investment grade » par les agences de notation. L'objectif est d'assurer une performance régulière et de préserver le capital investi.

**| MONTSEGUR SECURITE** (pages 12)

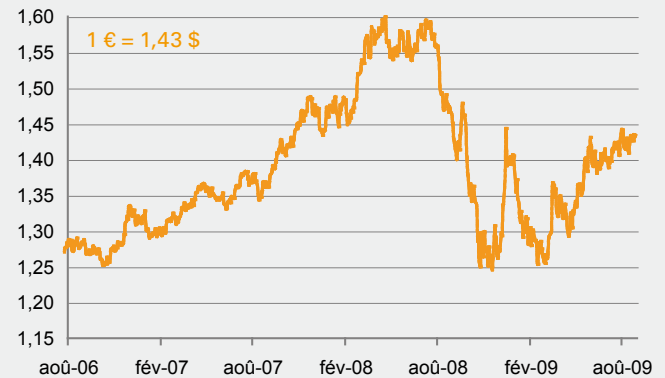
## ÉVOLUTION DES MARCHÉS



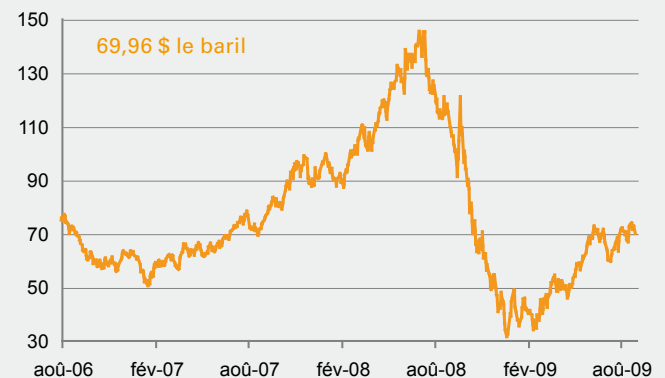
## TAUX D'INTÉRÊT



## MARCHÉ DES CHANGES



## COURS DU PÉTROLE (WTI)



## LE BEL ÉTÉ 2009

La vigueur de la reprise des marchés européens a surpris les plus optimistes dont nous faisons partie. Après un rebond de plus de 9 % en juillet, l'indice CAC 40 s'adjuge 6,6 % en août. Le marché a enregistré sa plus spectaculaire performance historique sur une période de 6 mois depuis le krach de 1929, soit 48 %.

Il est comme toujours plus facile d'analyser a posteriori les raisons objectives de cette prouesse boursière que de trouver le ressort pour l'anticiper, comme nous l'avons fait, alors que les médias et les investisseurs broyaient du noir. Les statistiques ne donnaient aucun signal d'une amélioration économique. Depuis, des éléments concrets ont étayé le scénario d'une stabilisation.

En premier lieu la normalisation des conditions financières. Les marchés interbancaires se reprennent et les primes de risque sur le crédit des entreprises ont fortement diminué. La volatilité des marchés est également revenue à des niveaux supportables après les pics historiques atteints en pleine crise.

Les autorités de marchés, au premier rang desquelles la Réserve Fédérale américaine, ont communiqué d'une façon rassurante sur une prochaine sortie de crise et sur le maintien d'une politique monétaire accommodante. Les taux directeurs seront maintenus à un niveau extrêmement bas (entre 0 et 0,25 % à l'heure actuelle) afin de faciliter l'accès aux liquidités.

La suite (et fin) des publications de résultats au titre du second trimestre est venue soutenir cette hausse en apportant un lot de surprises favorables aux anticipations du marché. 72 % des entreprises du S&P 500 ont ainsi surpris positivement les analystes. Le plus souvent, les réductions de coûts ont compensé la faiblesse de l'activité.

De nombreux indicateurs macro-économiques convergent désormais vers une amélioration sensible de la conjoncture et un retour à une activité plus habituelle pour les mois à venir.

Les flux commerciaux d'échanges internationaux reprennent, surtout en Asie. Aux États-Unis, la production industrielle redémarre après un déstockage historique, marquant même la plus forte croissance depuis décembre 2006. Le rythme des destructions d'emplois aux États-Unis se réduit et le marché immobilier, après avoir perdu un tiers de sa valeur depuis ses sommets, retrouve le chemin d'une hausse des prix (+6,5 % depuis avril).

En Europe, l'Allemagne et la France ont annoncé une croissance du PIB de +0,3 % au second trimestre alors que le consensus attendait la poursuite de la récession.

Pour résumer, cette correction, dite haussière, aura surpris tous les intervenants financiers insuffisamment investis. Ceux-ci, gérants ou analystes, provoquent un phénomène de rattrapage qui s'autoalimente : en d'autres termes, ils « courent après le papier ». Les analystes techniques qui anticipaient un repli du marché sur ses points bas retournent leurs graphiques pour expliquer la prochaine hausse de l'indice à 4.000 points. La démonstration est illustrée par la configuration « tête épaulée inversée », figure notable de leur science.

Compte tenu du rattrapage enregistré par les fonds de Montségur Finance, nous préférons adopter une attitude prudente. Nous privilégions l'allègement des titres ayant atteint des objectifs de cours raisonnables après des parcours boursiers parfois étonnants, et conservons en portefeuille les valeurs ayant été délaissées dans le rebond. Il s'agit des valeurs dites défensives dont l'activité est sécurisée par le biais de contrats récurrents, qui ne souffrent que modérément de la crise. Les liquidités reconstituées permettront de procéder à quelques achats si une consolidation venait refroidir l'ardeur des investisseurs.

## 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 / décimale

**Code ISIN part C: FR0010109157**

## POLITIQUE DE GESTION

Notre stratégie de gestion a essentiellement consisté à réduire l'exposition aux actions qui passe de 96 % à 87 % fin août.

Les performances constatées en août sur certaines valeurs sont impressionnantes (**Sequana** + 70 %, **Derichebourg** + 40 %, **Alcatel-Lucent** + 37%...). Les liquidités résultant des prises de bénéfices sont partiellement réallouées vers des titres restés à l'écart comme **Mobistar**, **Eurotunnel** ou **Gazprom** et serviront en cas d'accès de faiblesse des marchés ou d'un titre.

## COMMENTAIRES VALEURS

Le scénario d'une sortie de récession dès le second semestre et non courant 2010 favorise les valeurs les plus sensibles au cycle.

C'est le cas de **Derichebourg** qui bénéficie également de la forte remontée des cours du cuivre et de la ferraille. Selon son président, l'activité aurait atteint son point bas et de multiples signaux positifs permettent d'escompter une reprise progressive. Nous revendons néanmoins à 3 € les titres achetés deux mois plus tôt à 1,7 €.

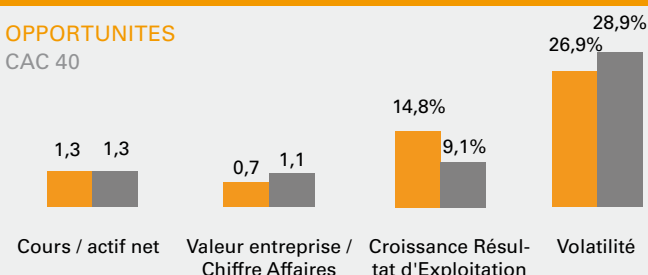
D'autres valeurs cycliques sont allégées selon la même logique : **Nexans**, **Ciment Français**, **Alstom**, **Peugeot**, **Faurecia** et **Air France-KLM**.

Après trois années noires de restructurations et de lutte de pouvoir, **Alcatel-Lucent** s'appuie sur son expertise technologique pour gagner de nouveaux contrats dans l'installation de réseaux Internet en Chine. La fusion avec Lucent en 2006 a permis d'intégrer les Bell Labs, laboratoires de recherche et développement devenus essentiels pour le groupe afin de décrocher de nouveaux contrats et d'asseoir sa position dominante dans le secteur des équipements télécoms. Le titre est allégé après son beau parcours en août (+35 %).

Les renforcements concernent **Mobistar** (numéro 1 du mobile en Belgique), **Alès Groupe** (Phyto, Lierac, Caron) dont les réductions de coûts n'ont pas encore produit tous leurs effets, et **GL Events** qui réalise de bonnes performances depuis le début de l'année malgré un marché de l'événementiel tendu. **GL Events** conforte sa stratégie de concessions et de développements à l'international.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

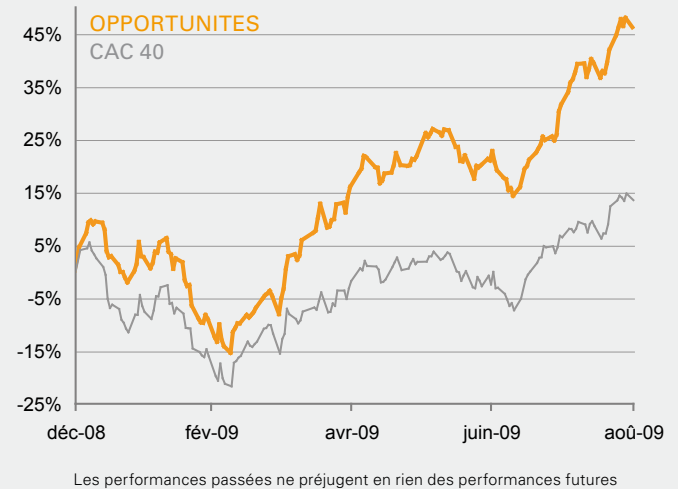
**OPPORTUNITES**  
CAC 40



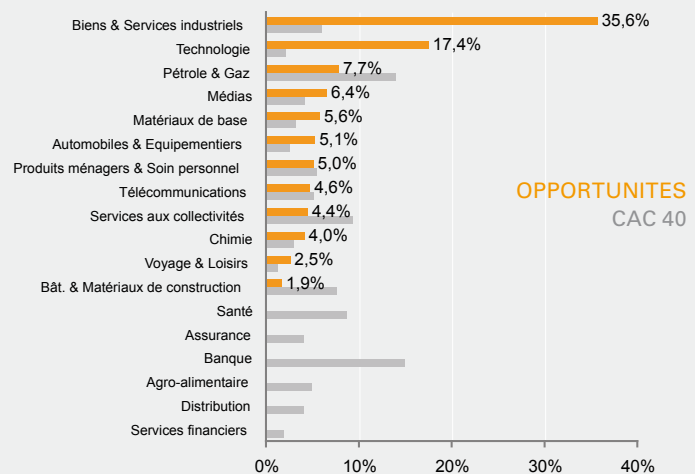
## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 31 août 2009	88,41 €
<b>Performance 2009</b>	<b>+ 46,01 %</b>
Performance 2008	- 50,34 %
Performance 2007	- 9,41 %
Performance depuis la création le 20/09/04	- 11,59 %
Exposition aux marchés actions	87 %
Actif net	19 M€

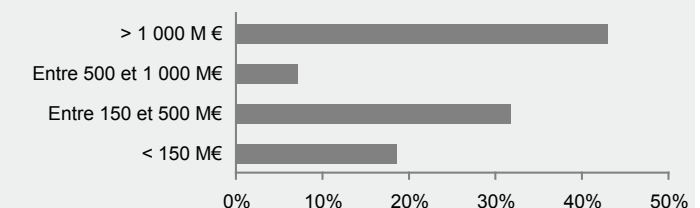
## PERFORMANCES



## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



TOP		FLOP	
SEQUANA	+ 70,0 %	SQLI	- 8,1 %
DERICHEBOURG	+ 39,0 %	PEUGEOT	- 5,1 %
ALCATEL LUCENT	+ 36,6 %	C&S	- 3,2 %
ALES GROUPE	+ 31,1 %	ARCELORMITTAL	- 0,7 %

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
GAZPROM	Achat	SEQUANA	Vente
MOBISTAR	Achat	CIMENTS FRANC.	Vente
C&S	Achat	EADS	Vente
EUROTUNNEL	Achat	FAURECIA	Vente

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
AIR FRANCE - KLM	Voyage & Loisirs	40 000	10,65 €	425 800,00	2,24%
ALCATEL-LUCENT	Technologie	230 000	2,65 €	609 500,00	3,21%
ALES GROUPE	Produits ménagers & Soins personnels	65 000	12,70 €	825 500,00	4,34%
ALSTOM	Biens & Services industriels	8 000	49,01 €	392 040,00	2,06%
ARCELORMITTAL	Matériaux de base	15 000	24,97 €	374 550,00	1,97%
ASSYSTEM	Biens & Services industriels	75 000	6,84 €	513 000,00	2,70%
BULL REGROUPEES	Technologie	500 000	2,70 €	1 350 000,00	7,10%
CARBONE LORRAINE	Biens & Services industriels	23 000	21,65 €	497 950,00	2,62%
CIMENTS FRANCAIS	Bât. & Matériaux de construction	3 500	76,57 €	267 995,00	1,41%
C & S	Technologie	80 000	8,42 €	673 600,00	3,54%
DERICHEBOURG	Biens & Services industriels	180 000	2,86 €	515 520,00	2,71%
DYNACTION	Chimie	82 000	7,85 €	643 700,00	3,39%
EADS	Biens & Services industriels	15 000	14,46 €	216 900,00	1,14%
ECA	Biens & Services industriels	55 000	11,54 €	634 700,00	3,34%
EDF	Services aux collectivités	20 000	36,55 €	731 000,00	3,85%
ESSO	Pétrole & Gaz	6 750	95,44 €	644 220,00	3,39%
FAURECIA	Automobiles & Equipementiers	60 000	9,61 €	576 300,00	3,03%
GEA GRENOBLE ELECT.	Biens & Services industriels	9 000	30,00 €	270 000,00	1,42%
GL EVENTS	Biens & Services industriels	30 000	14,75 €	442 500,00	2,33%
GROUPE CRIT	Biens & Services industriels	41 000	14,75 €	604 750,00	3,18%
GROUPE EUROTUNNEL	Biens & Services industriels	190 000	4,30 €	816 620,00	4,30%
HAVAS ADVERTISING	Médias	250 000	2,13 €	531 750,00	2,80%
MOBISTAR	Télécommunications	17 000	44,90 €	763 300,00	4,02%
NEXANS	Biens & Services industriels	7 500	50,97 €	382 275,00	2,01%
NRJ GRP	Médias	90 000	5,20 €	468 000,00	2,46%
OAO GAZPROM	Pétrole & Gaz	45 000	14,35 €	645 750,00	3,40%
PEUGEOT	Automobiles & Equipementiers	15 000	20,20 €	302 925,00	1,59%
SAFRAN	Biens & Services industriels	50 000	12,82 €	640 750,00	3,37%
SEQUANA	Matériaux de base	60 000	9,90 €	593 700,00	3,12%
SQLI	Technologie	340 000	1,02 €	346 800,00	1,83%
<b>Total Actions</b>				16 701 395,00	87,89%
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>				2 301 227,70	12,11%
<b>Couverture 0 % de la part actions</b>					

**TOTAL ACTIF NET 19 002 622,70 100,00%**

## VALEURS EUROPÉENNES DE CROISSANCE

**Sélection de grandes valeurs européennes bénéficiant des meilleures perspectives de croissance des bénéfices 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**

## POLITIQUE DE GESTION

La seconde salve de publications semestrielles est venue confirmer la capacité des entreprises à protéger leur profitabilité en période de ralentissement conjoncturel. Soutenues par des discours de dirigeants redevenus plus optimistes, certaines de nos positions atteignent leurs objectifs de cours et sont allégées. L'exposition du fonds aux actions est ainsi abaissée de 95 % à 91 %.

## COMMENTAIRES VALEURS

**Allianz** réalise de solides performances semestrielles dans le segment de l'assurance vie et prévoit une remontée de sa marge dans l'assurance dommages suite aux hausses tarifaires initiées ces derniers mois. Le titre poursuit sa forte hausse et s'adjuge 17 %, nous allégeons progressivement.

**Saint-Gobain** poursuit son rebond qui s'élève à près de 50 % depuis son repli de mi-juillet. Nous vendons partiellement la ligne vers 30 €.

**Bouygues** publie des résultats semestriels encourageants : les métiers de la construction résistent tandis que les performances commerciales de Bouygues Telecom sont excellentes. La révision à la hausse de l'objectif de chiffre d'affaires annuel du groupe, à 31,5 milliards d'euros, témoigne d'une visibilité accrue. Nous conservons notre position renforcée à 30 €.

**Sodexo** conforte son statut de numéro un mondial sur le marché à forte valeur ajoutée des services aux personnes âgées en acquérant la société américaine Comfort Keepers. Nous renforçons à 38 €.

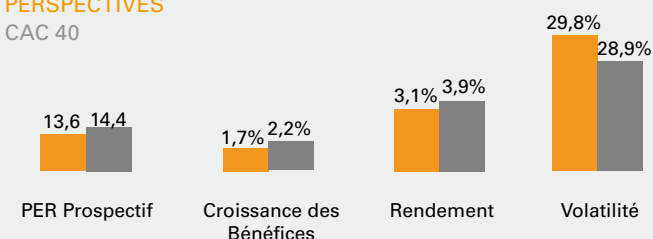
**L'Oréal** est parvenu à enregistrer une croissance de ses ventes et à maintenir une rentabilité proche de 16 % au premier semestre. L'activité devrait progressivement redémarrer avec la reprise de la consommation des ménages tandis que l'impact positif des réductions de coûts pourrait s'amplifier sur la fin de l'année. La ligne est toutefois allégée vers 71 € après un rebond de plus de 50 % depuis mars.

Nous prenons partiellement nos bénéfices sur **Air Liquide**, **Capgemini**, **Schneider Electric** et **Vinci** pour les réinvestir sur **Danone** et **Microsoft**.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

### PERSPECTIVES

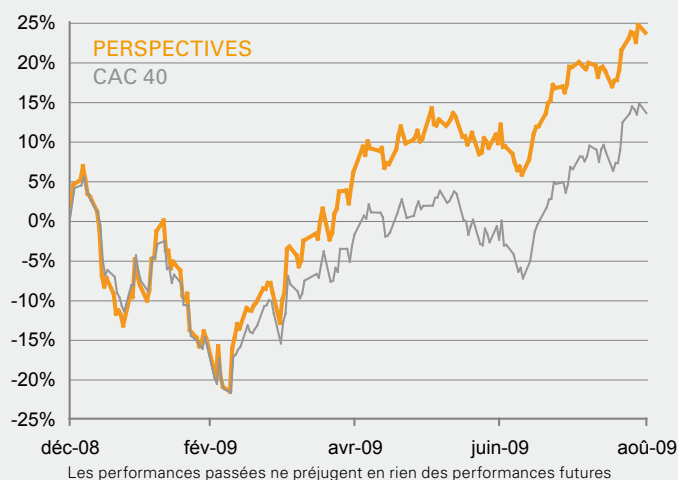
CAC 40



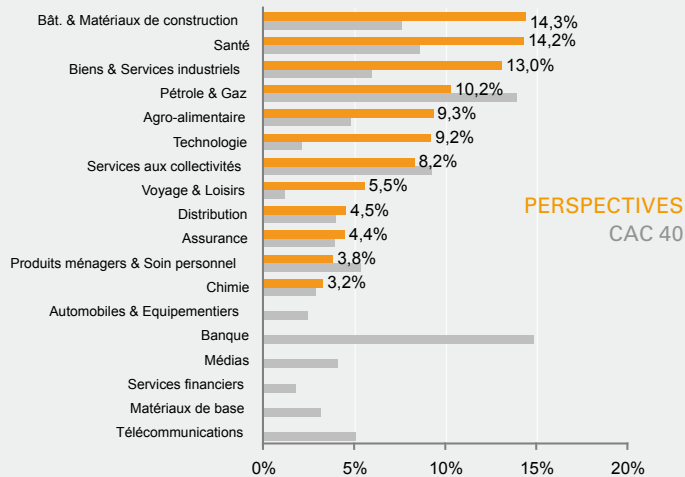
## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 31 août 2009	92,18 €
<b>Performance 2009</b>	<b>+ 23,53 %</b>
Performance 2008	- 41,35 %
Performance 2007	- 2,18 %
Performance depuis la création le 20/09/04	- 7,82 %
Exposition aux marchés actions	91 %
Actif net	18 M€

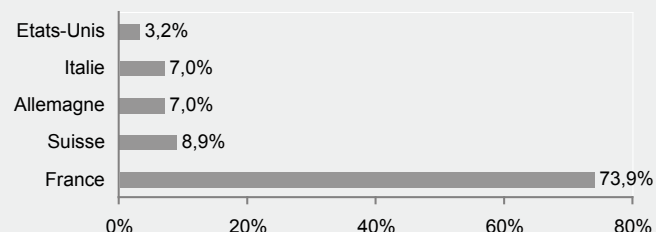
## PERFORMANCES



## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP		PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
ALLIANZ	+ 16,5 %	IMMSI	- 4,7 %	BOUYGUES	Achat	L'OREAL	Vente
BOUYGUES	+ 15,8 %	ESSILOR	- 3,1 %	SODEXO	Achat	SAINT GOBAIN	Vente
L'OREAL	+ 12,9 %	MICROSOFT	- 2,5 %	MICROSOFT	Achat	ALLIANZ	Vente
SAINT GOBAIN	+ 10,3 %	AREVA	- 0,7 %	DANONE	Achat	SCHNEIDER	Vente

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
ADECCO SA	Biens & Services industriels	13 000	33,42 €	434 460,00	2,44%
AIR LIQUIDE	Chimie	7 000	74,45 €	521 150,00	2,93%
ALLIANZ	Assurance	9 000	80,40 €	723 600,00	4,07%
AREVA	Services aux collectivités	1 400	400,85 €	561 190,00	3,15%
BOUYGUES	Bât. & Matériaux de construction	20 000	34,62 €	692 300,00	3,89%
CAP GEMINI	Technologie	15 000	33,74 €	506 100,00	2,84%
CARREFOUR	Distribution	22 000	32,85 €	722 590,00	4,06%
DANONE	Agro-alimentaire	22 000	37,93 €	834 460,00	4,69%
DASSAULT SYSTEMES	Technologie	13 000	35,65 €	463 450,00	2,60%
ENI	Pétrole & Gaz	40 000	16,54 €	661 600,00	3,72%
ESSILOR INTERNATIONAL	Santé	9 000	37,67 €	339 030,00	1,91%
IMMSI	Bât. & Matériaux de construction	550 000	0,83 €	456 500,00	2,57%
LOREAL	Produits ménagers & Soins personnels	9 000	68,68 €	618 120,00	3,47%
MICROSOFT	Technologie	30 000	17,10 €	513 000,00	2,88%
PERNOD RICARD	Agro-alimentaire	12 000	54,37 €	652 440,00	3,67%
ROCHE	Santé	9 000	168,30 CHF	998 747,20	5,61%
SAINT GOBAIN	Bât. & Matériaux de construction	20 000	31,39 €	627 800,00	3,53%
SANOFI-AVENTIS	Santé	20 000	47,32 €	946 400,00	5,32%
SCHNEIDER ELECTRIC	Biens & Services industriels	7 000	64,30 €	450 100,00	2,53%
SIEMENS AG	Biens & Services industriels	7 000	60,45 €	423 150,00	2,38%
SODEXO	Voyage & Loisirs	22 500	40,18 €	904 050,00	5,08%
THALES	Biens & Services industriels	25 000	32,00 €	800 000,00	4,50%
TOTAL	Pétrole & Gaz	25 000	39,97 €	999 250,00	5,61%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	Services aux collectivités	33 000	24,13 €	796 290,00	4,47%
VINCI	Bât. & Matériaux de construction	15 000	37,43 €	561 375,00	3,15%
<b>Total Actions</b>				16 207 152,20	91,07%
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>				1 589 419,58	8,93%
<b>Couverture 0 % de la part actions</b>					

**TOTAL ACTIF NET 17 796 571,78 100,00%**

## 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

La poursuite de la remontée des marchés nous incite à alléger certaines positions et à diminuer l'exposition actions de 100 % en juillet à 91 %.

Certaines valeurs défensives battent enfin la progression des indices comme **Rallye, Canal +, Vivendi** et **GDF-Suez**. Cependant, nombre de poids lourds comme **France Telecom, Deutsche Telecom, SES Global, Total** ou **Eni** restent en retrait du rebond.

Nous conservons un biais défensif important et allégeons les valeurs plus cycliques (**Axa, Vallourec, Deutsche Post**). Une ligne en **Neopost** est initiée. **Klépierre** est soldé.

## COMMENTAIRES VALEURS

La restructuration financière de **Klépierre** nous semble désormais valorisée et nous arbitrons pour **Neopost**.

**Neopost** est le numéro 2 mondial et numéro 1 européen des machines à affranchir. Les États-Unis sont leur premier marché avec 40 % de chiffre d'affaires, devant la France, 30 %. Les revenus récurrents du groupe (72 % du CA) offrent une certaine résilience et permettent de confirmer un retour à l'actionnaire sous forme de dividendes à un niveau élevé. Nous visons 68 €.

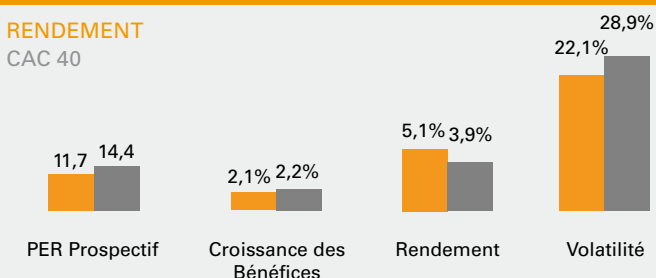
**Accor**, initié le mois dernier, bénéficie de l'étude annoncée par son président Gilles Pélisson, concernant la pertinence d'une séparation des deux métiers du groupe, l'hôtellerie et les services. Eurazeo et Colony, qui détiennent 30 % du capital, sont favorables à cette scission. Compte tenu du caractère cyclique de l'hôtellerie, **Accor** est un véhicule pertinent pour miser sur une reprise conjoncturelle. Le titre s'adjuge 25 %.

**Euler Hermès** rebondit de 15 % sur le mois. L'assureur-crédit bénéficie des discussions autour d'une vente de la Coface par Natixis qui permettrait de mettre en évidence la sous-valorisation de l'entreprise. Par ailleurs, l'Allemagne, marché important pour le groupe, prévoit de prendre partiellement en charge les risques des assureurs-crédit.

**Esso** annonce le versement d'un acompte sur dividende de 4,25 € pour l'exercice 2009 tout comme **Rallye** (0,8 €) et **GDF-Suez** (0,8 €). Le rendement moyen du portefeuille est de 5 %.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

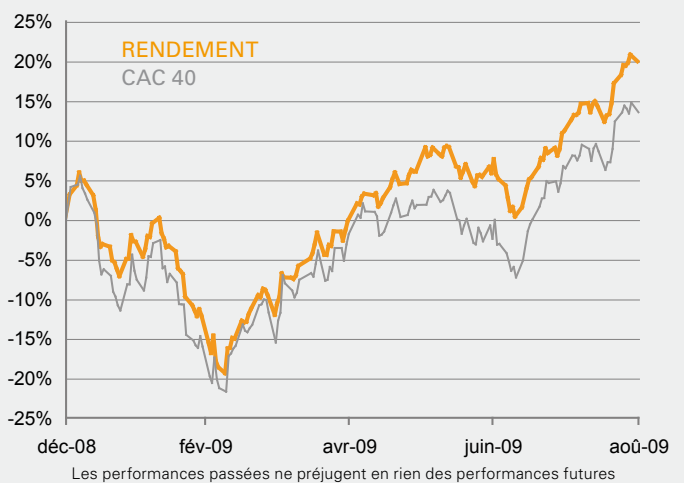
RENDEMENT  
CAC 40



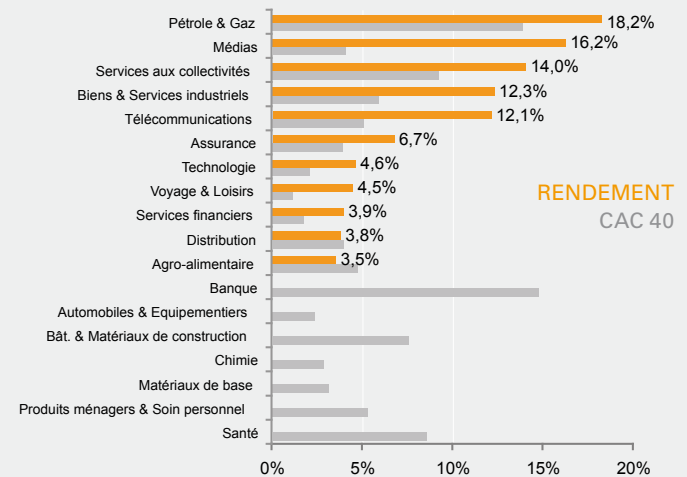
## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 31 août 2009 (C)	88,03 €
<b>Performance 2009</b>	<b>+ 19,83 %</b>
Performance 2008	- 37,45 %
Performance 2007	+ 4,01 %
Performance depuis la création le 31/12/05	- 11,97 %
Exposition aux marchés actions	91 %
Actif net	14 M€

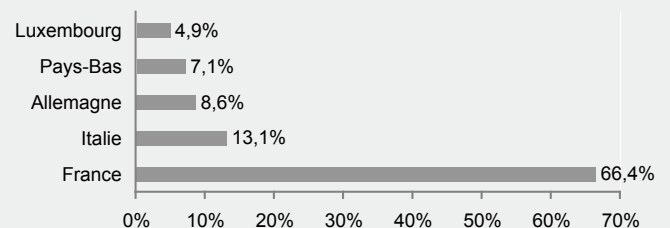
## PERFORMANCES



## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
WESSANEN	+ 23,5 %	SES GLOBAL	- 1,4 %
ACCOR	+ 22,6 %	NEOPOST	+ 0,3 %
KLEPIERRE	+ 16,2 %	RUBIS	+ 1,1 %
ESSO	+ 15,9 %	ENI	+ 1,3 %

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
NEOPOST	Achat	KLEPIERRE	Vente
ACCOR	Achat	VALLOUREC	Vente
VIVENDI	Achat	CEGID	Vente
		DEUTSCHE POST	Vente

**COMPOSITION DU FOND**

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
<b>AXA</b>	Assurance	30 000	15,88 €	476 400,00	3,42%
<b>ACCOR</b>	Voyage & Loisirs	16 000	36,72 €	587 520,00	4,21%
<b>CANAL+SA</b>	Médias	95 000	5,29 €	502 550,00	3,61%
<b>CEGID S.A.</b>	Technologie	25 000	16,28 €	407 000,00	2,92%
<b>DEUTSCHE POST</b>	Biens & Services industriels	30 000	12,04 €	361 050,00	2,59%
<b>DEUTSCHE TELEKOM</b>	Télécommunications	80 000	9,28 €	742 000,00	5,32%
<b>ENEL</b>	Services aux collectivités	170 000	4,11 €	698 700,00	5,01%
<b>ENI</b>	Pétrole & Gaz	35 000	16,54 €	578 900,00	4,15%
<b>ESSO</b>	Pétrole & Gaz	4 750	95,44 €	453 340,00	3,25%
<b>EULER HERMES</b>	Assurance	8 000	46,91 €	375 280,00	2,69%
<b>FINMECCANICA</b>	Biens & Services industriels	35 000	11,14 €	389 900,00	2,80%
<b>FRANCE TELECOM</b>	Télécommunications	45 000	17,74 €	798 300,00	5,73%
<b>GDF SUEZ</b>	Services aux collectivités	27 000	29,39 €	793 530,00	5,69%
<b>NEOPOST</b>	Technologie	3 000	57,50 €	172 500,00	1,24%
<b>RALLYE</b>	Distribution	22 000	22,67 €	498 740,00	3,58%
<b>ROYAL DUTCH SHELL</b>	Pétrole & Gaz	23 000	19,36 €	445 165,00	3,19%
<b>RUBIS</b>	Services aux collectivités	5 323	57,59 €	306 551,57	2,20%
<b>SALVEPAR</b>	Services financiers	8 397	59,90 €	502 980,30	3,61%
<b>SES GLOBAL FDR</b>	Médias	45 000	13,67 €	614 925,00	4,41%
<b>SUEZ ENVIRONNEMENT</b>	Biens & Services industriels	35 000	14,35 €	502 250,00	3,60%
<b>TOTAL</b>	Pétrole & Gaz	21 000	39,97 €	839 370,00	6,02%
<b>VALLOUREC</b>	Biens & Services industriels	3 000	105,95 €	317 850,00	2,28%
<b>VIVENDI</b>	Médias	45 000	19,87 €	894 150,00	6,41%
<b>WESSANEN</b>	Agro-alimentaire	120 000	3,79 €	454 800,00	3,26%
<b>Total Actions</b>				12 713 751,87	91,21%
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>				1 225 869,01	8,79%
<b>Couverture 0 % de la part actions</b>					

**TOTAL ACTIF NET 13 939 620,88 100,00%**

## 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 / décimalisée

**Code ISIN part C : FR0010121137**

## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 31 août 2009	117,09 €
<b>Performance 2009</b>	<b>+ 6,01 %</b>
Performance 2008	- 7,29 %
Performance 2007	+ 4,58 %
Performance depuis la création le 11/11/04	+ 17,09 %
Exposition aux marchés actions	26,5 %
Actif net	27 M€

## POLITIQUE DE GESTION

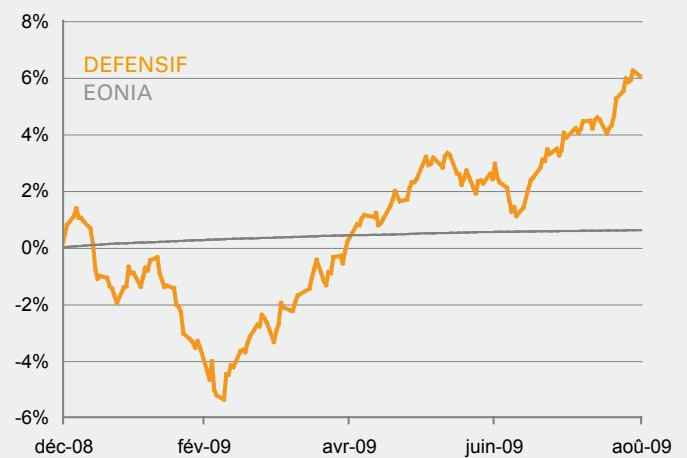
Grâce à une exposition aux actions de 27 %, proche de la position maximale permise à Montségur Défensif (30 %), la performance mensuelle du fonds atteint +2,17 % pour une performance annuelle de 6 %.

Compte tenu de la forte hausse des marchés et du fonds enregistrée depuis la fin du premier trimestre, nous allégeons pour maintenir l'exposition aux actions à 26,5 %.

Certaines lignes obligataires enregistrent également en quelques mois des performances supérieures à 5 % (hors cumul des intérêts), ramenant leur rentabilité à terme à des niveaux qui ne justifient plus l'immobilisation des capitaux. Nous cédon l'obligation Klépierre 2011 afin de raccourcir la maturité du portefeuille obligataire et de sécuriser la performance.

Le rendement moyen à terme de la part taux s'établit à 2,4 % et le rendement moyen des actions au travers de leurs dividendes s'établit à 7 %. Hors effet lié aux variations en valeur des actifs, cela représente un rendement annuel moyen de 3,6 %.

## PERFORMANCES



## COMMENTAIRES VALEURS

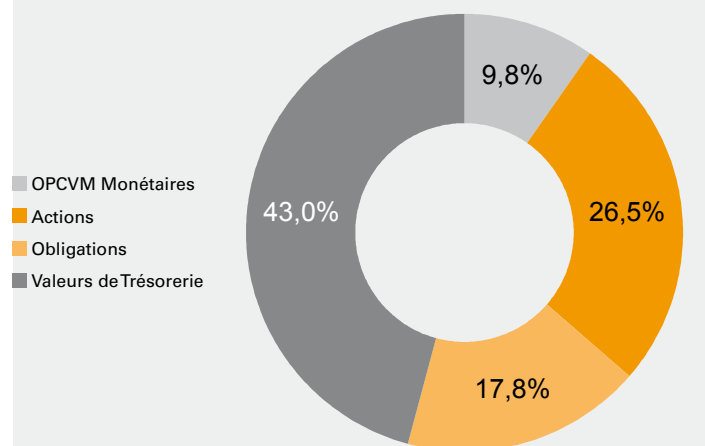
Malgré une publication semestrielle encourageante, nous choisissons de vendre **Axa**, dont le cours a triplé depuis ses points bas de mars, afin de réduire l'exposition aux actions.

**Neopost** est le premier acteur européen des systèmes d'affranchissement et de gestion de documents. Grâce à la récurrence de 72 % de ses revenus et aux barrières à l'entrée élevées sur ce marché, le groupe présente un profil défensif. Neopost bénéficie de solides fondamentaux lui permettant de poursuivre une stratégie de retour des bénéficiés à l'actionnaire. Le rendement est de 6,5 %. Nous initions une ligne vers 57 €.

**GDF Suez** publie de solides résultats semestriels et confirme ses objectifs visant à atteindre 650 M€ d'économies de coûts et un résultat opérationnel en croissance cette année. Nous prenons quelques bénéficiés à 30 €.

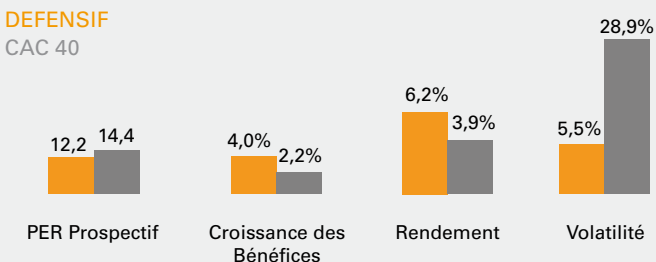
Les lignes **Cegid**, **Deutsche Post**, **Euler Hermes** et **Wessanen** sont allégées au profit de **Vivendi**.

## RÉPARTITION DES ACTIFS

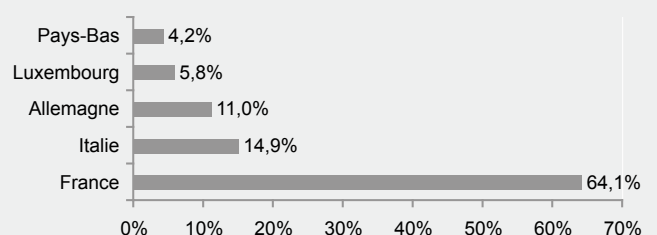


## ANALYSE DU PORTEFEUILLE ACTIONS

DEFENSIF  
CAC 40



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
WESSANEN	+ 23,5 %	SES GLOBAL	- 1,4 %
ESSO	+ 15,9 %	NEOPOST	+ 0,3 %
EULER HERMES	+ 13,1 %	ENI	+ 1,3 %
VIVENDI	+ 10,2 %	CEGID	+ 2,1 %

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
NEOPOST	Achat	AXA	Vente
VIVENDI	Achat	DEUTSCHE POST	Vente
		CEGID	Vente
		WESSANEN	Vente

### COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
<b>CANAL+SA</b>	Médias	65 000	5,29 €	343 850,00	1,27%
<b>CEGID</b>	Technologie	7 000	16,28 €	113 960,00	0,42%
<b>DEUTSCHE POST</b>	Biens & Services industriels	20 000	12,04 €	240 700,00	0,89%
<b>DEUTSCHE TELEKOM</b>	Télécommunications	60 000	9,28 €	556 500,00	2,06%
<b>ENEL</b>	Services aux collectivités	129 200	4,11 €	531 012,00	1,97%
<b>ENI</b>	Pétrole & Gaz	33 000	16,54 €	545 820,00	2,02%
<b>ESSO</b>	Pétrole & Gaz	3 500	95,44 €	334 040,00	1,24%
<b>EULER HERMES</b>	Assurance	7 000	46,91 €	328 370,00	1,22%
<b>FRANCE TELECOM</b>	Télécommunications	40 000	17,74 €	709 600,00	2,63%
<b>GDF SUEZ</b>	Services aux collectivités	18 000	29,39 €	529 020,00	1,96%
<b>NEOPOST</b>	Technologie	2 000	57,50 €	115 000,00	0,43%
<b>RALLYE</b>	Distribution	15 000	22,67 €	340 050,00	1,26%
<b>SALVEPAR</b>	Services financiers	7 000	59,90 €	419 300,00	1,55%
<b>SES GLOBAL</b>	Médias	30 000	13,67 €	409 950,00	1,52%
<b>TOTAL</b>	Pétrole & Gaz	20 000	39,97 €	799 400,00	2,96%
<b>VIVENDI</b>	Médias	27 000	19,87 €	536 490,00	1,99%
<b>WESSANEN</b>	Agro-alimentaire	80 000	3,79 €	303 200,00	1,12%
<b>Total Actions</b>				<b>7 156 262,00</b>	<b>26,51%</b>

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
<b>OBL NATEXIS 6,375%</b>	A-1	A+	25/04/10	4,86%	1 031 860,14	3,82%
<b>OBL BANQUE PSA 6,375%</b>	A-2	BBB	16/11/10	4,31%	1 052 206,00	3,90%
<b>OBL TF1 4,38%</b>	A-2	BBB	11/12/10	2,87%	631 664,75	2,34%
<b>OBL GE CAP 4,75%</b>	A-1+	AA+	18/01/11	2,46%	1 060 211,51	3,93%
<b>OBL RCI BANQUE 5,25%</b>	A-3	BBB-	27/05/11	4,43%	1 027 359,73	3,81%
<b>Total Obligations</b>					<b>4 803 302,13</b>	<b>17,80%</b>

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
<b>BT CIMENTS FRANCAIS</b>	A-3	BBB	02/09/09	0,85%	899 978,77	3,33%
<b>BT FAURECIA</b>	Non Noté	Non Noté	03/09/09	3,50%	999 806,72	3,70%
<b>BT PPR FINANCE</b>	A-3	Non Noté	09/09/09	2,10%	1 099 489,41	4,07%
<b>CD DIAC</b>	A-3	BBB-	11/09/09	2,00%	799 557,82	2,96%
<b>BT SOFIRA</b>	A2	Non Noté	18/09/09	1,06%	299 850,01	1,11%
<b>BT ARCELORMITTAL</b>	A-3	BBB	18/09/09	1,75%	999 177,29	3,70%
<b>BT RENAULT</b>	B	BB	28/09/09	2,30%	1 197 942,36	4,44%
<b>BT METRO AG</b>	A-2	BBB	28/09/09	1,57%	1 099 234,21	4,07%
<b>BT CIMENTS FRANCAIS</b>	A-3	BBB	05/10/09	1,26%	998 813,90	3,70%
<b>BT BMW AG</b>	A-1	A	09/10/09	1,15%	1 198 578,50	4,44%
<b>BT MICHELIN</b>	A-3	BBB	19/10/09	0,62%	899 256,80	3,33%
<b>BT ENEL</b>	A-2	A-	19/10/09	1,00%	998 697,85	3,70%
<b>BT PPR FINANCE</b>	A-3	Non Noté	27/11/09	1,56%	896 620,48	3,32%
<b>Total Produits de Trésorerie</b>					<b>12 387 004,12</b>	<b>45,89%</b>

**Total OPCVM Monétaires et liquidités 2 645 790,55 9,80%**

**Couverture 0 % de la part actions**

**TOTAL ACTIF NET 26 992 358,80 100,00%**

\* 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 / décimales

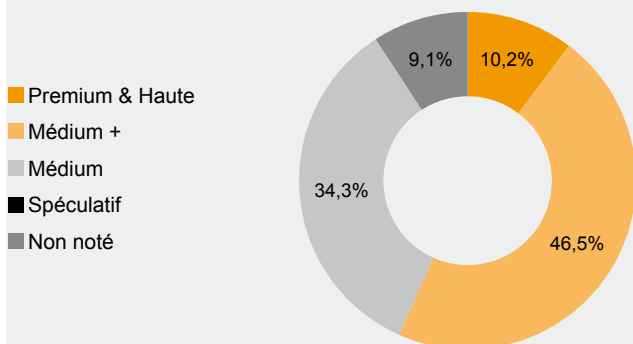
**Code ISIN part C : FR0010559336**

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

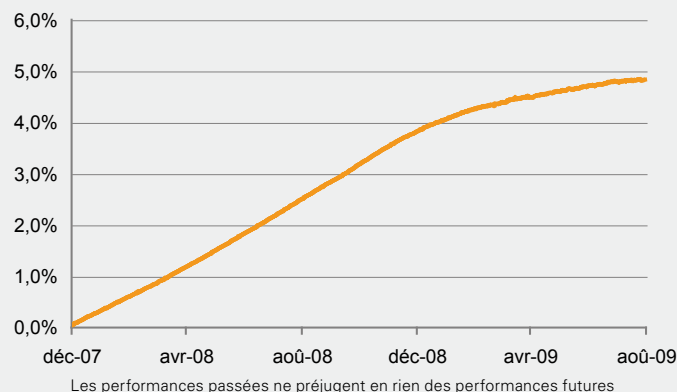
## CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 31 août 2009	104,81 €
<b>Performance 2009</b>	<b>+ 0,98 %</b>
Performance 2008	+ 3,79 %
Rendement au terme du portefeuille	1,7 %
Part investie à très court terme (< 3 mois)	93,8 %
Part investie notée « investment grade* »	91,0 %
Actif net	21 M€

## REPARTITION PAR QUALITE DE SIGNATURE



## PERFORMANCES



## COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
<b>BT CIMENTS FRANCAIS</b>	A-3	BBB	02/09/09	0,85%	899 978,77	4,32%
<b>CD BANQUE PSA</b>	A-2	BBB	04/09/09	1,89%	1 399 780,69	6,71%
<b>BT PPR FINANCES</b>	A-3	Non Noté	09/09/09	2,10%	899 582,24	4,32%
<b>BT ARCELORMITTAL</b>	A-3	BBB	10/09/09	0,91%	449 896,86	2,16%
<b>BT CIMENTS FRANCAIS</b>	A-3	BBB	14/09/09	1,37%	799 605,42	3,84%
<b>BT VICAT</b>	Non Noté	Non Noté	15/09/09	1,52%	999 411,13	4,79%
<b>BT SOFIRA</b>	A-2	Non Noté	18/09/09	1,06%	1 349 244,60	6,47%
<b>BT ARCELORMITTAL</b>	A-3	BBB	18/09/09	1,75%	999 177,29	4,79%
<b>BT EDP</b>	A-2	A-	24/09/09	1,12%	799 429,19	3,83%
<b>BT METRO AG</b>	A-2	BBB	28/09/09	0,93%	899 373,45	4,31%
<b>BT PPR FINANCES</b>	A-3	Non Noté	30/09/09	2,10%	499 158,68	2,39%
<b>BT ENDESA</b>	A-2	A-	01/10/09	1,04%	899 236,99	4,31%
<b>BT SAINT GOBAIN</b>	A-2	BBB	05/10/09	0,45%	299 872,56	1,44%
<b>BT BMW AG</b>	A-1	A	09/10/09	1,15%	998 815,41	4,79%
<b>CD RCI BANQUE</b>	A-3	BBB-	12/10/09	1,95%	898 011,37	4,31%
<b>BT FAURECIA</b>	Non Noté	Non Noté	15/10/09	3,45%	896 238,17	4,30%
<b>BT ENEL</b>	A-2	A-	19/10/09	1,00%	998 697,85	4,79%
<b>CD CM OCEAN</b>	A-1	A+	28/10/09	0,48%	649 506,54	3,12%
<b>BT SEB</b>	A-2	Non Noté	29/10/09	0,90%	898 705,18	4,31%
<b>CD DIAC</b>	A-3	BBB-	20/11/09	1,55%	896 912,23	4,30%
<b>OBL LAFARGE</b>	A-3	BBB-	15/12/09	5,13%	794 517,33	3,81%
<b>OBL NATEXIS 6,375%</b>	A-1	A+	25/04/10	6,38%	515 930,07	2,47%
<b>Total Produits de Trésorerie</b>					<b>18 741 082,02</b>	<b>89,89%</b>
<b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b>					<b>2 106 702,82</b>	<b>10,11%</b>

**TOTAL ACTIF NET 20 847 784,84 100,00%**

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