

**RAPPORT DE GESTION**

**JUILLET 2009**

L'ÉQUIPE DE GESTION



Alain | CROUZAT



François | CHAULET



Agnès | COSTE

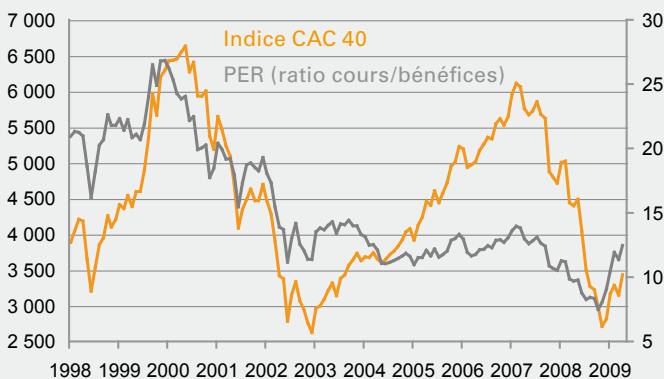


Grégory | MOORE

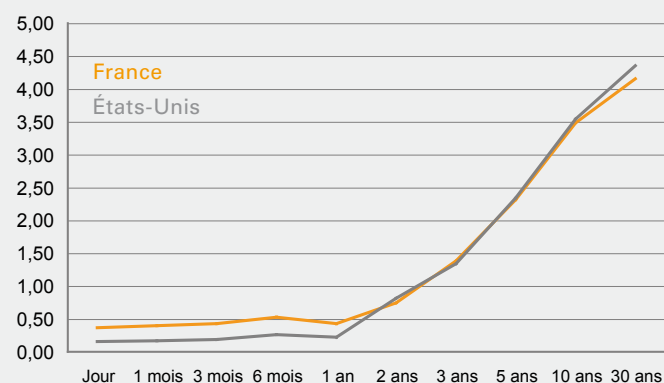


Marine | MICHEL

## ÉVOLUTION DES MARCHÉS



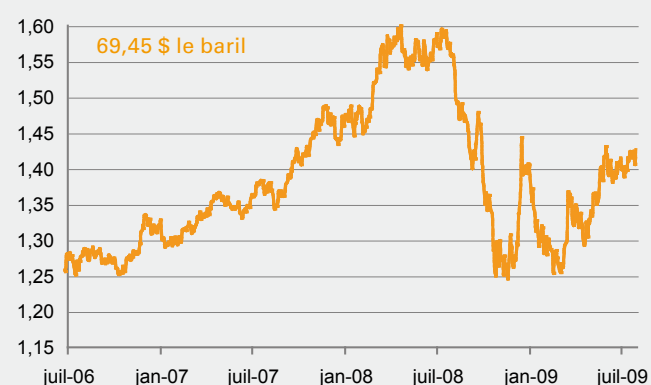
## TAUX D'INTÉRÊT



## MARCHÉ DES CHANGES



## COURS DU PÉTROLE (WTI)



## PUBLICATIONS : LE COMPTE EST BON

On dit souvent que les gestionnaires ne détestent rien plus que l'incertitude. Or la période actuelle apporte quelques réponses encourageantes ou tout du moins rassurantes.

Du côté des publications des entreprises tout d'abord. Alors que la récession économique sévit encore et pénalise les chiffres d'affaires, les effets des restructurations et des plans de réduction de coûts jouent désormais pleinement et permettent aux marges de se maintenir ou parfois même de progresser.

Si les bénéfices des entreprises européennes ont fondu d'environ un tiers par rapport au premier semestre 2008, la moitié des publications ont cependant battu les estimations des analystes financiers. Alors que leurs objectifs de cours étaient laminés il y a quelques mois par tranches de 25 ou 50 %, ils courent désormais après des marchés qui vont souvent plus vite que leur plume, pour les réajuster. Aux États-Unis, ce sont 77 % des entreprises qui composent l'indice large S&P500 ayant publié qui ont dépassé les attentes et créé un effet de surprise d'une ampleur rarement atteinte.

Du côté des régulateurs également, la Réserve Fédérale Américaine (FED) a tenu des propos rassurants suite à la publication de son livre beige, indiquant que l'économie américaine se stabilisait. La publication en toute fin de mois d'un Produit Intérieur Brut américain en recul de 1 % au second trimestre contre une attente à - 1,5 % est venue le confirmer. Son président Ben Bernanke souhaite préparer le terrain pour retrouver un fonctionnement plus orthodoxe des marchés de taux et normaliser les injections de liquidités exceptionnelles mises en place pendant la crise. La politique de taux d'intérêt très bas devrait toutefois perdurer jusqu'en 2010. L'amélioration du marché de l'immobilier américain soutient également ces commentaires.

L'indice parisien rebondit ainsi de 9,1 % en juillet, franchissant la résistance des 3.400 points pourtant testée à plusieurs reprises. Francfort retrouve les 5.300 points et l'indice américain S&P 500 reste au seuil des 1.000 points. Les marchés développés évoluent ainsi en territoire positif depuis le début de l'année, ne laissant plus ce privilège aux marchés émergents comme la Russie, l'Inde ou la Chine qui voient leur indice progresser de plus de 50 %.

Le potentiel de hausse des marchés existe toujours, car les niveaux de valorisation sont attractifs et de nombreux investisseurs sont restés à l'écart des marchés actions. Après avoir vu les indices boursiers s'écrouler, ils sont allés chercher de la sécurité à tout prix, mais au prix de rendements désormais très faibles. Une réallocation de leurs actifs vers les marchés actions se fait sentir. Elle se traduit par une collecte nette sur les OPCVM actions, toutefois timide.

Si nous avons été agressifs dans la période où les marchés étaient au paroxysme de la crise, en investissant nos fonds à 100 %, nous ne modifions pas fondamentalement cette stratégie. Nous reconstituons quelques liquidités afin de pouvoir tirer parti de moments de faiblesse dans des marchés estivaux aux volumes de transactions parfois plus réduits et ajustons au quotidien les pondérations de titres qui approchent nos niveaux objectifs d'intervention.

Le mouvement pourra se prolonger grâce à un retour des opérations financières. Elles pourraient venir animer la seconde partie de l'année. Si les banquiers d'affaires ont mobilisé leurs talents pour refinancer les entreprises au premier semestre, ils devraient désormais se distinguer dans leur rôle de conseil en fusion-acquisition.

Certains chefs d'entreprises se posent la question alors que pour aller de l'avant et bénéficier à plein d'une reprise à venir, les capitaux nécessaires pour racheter un concurrent sont parfois inférieurs à ceux à mobiliser pour développer l'activité en interne.

## 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**

## POLITIQUE DE GESTION

Montségur Opportunités accentue son avance sur le marché avec un gain mensuel de 8,8 % et de 31,4 % depuis le début de l'année contre une performance de 6,5 % pour l'indice CAC 40.

Il est intéressant de noter que les publications semestrielles font ressortir des bénéfices meilleurs que prévu, ce qui témoigne d'efforts importants sur les programmes de réduction de coûts.

Nous restons investis à plus de 95 % malgré des prises de bénéfices après l'envolée de certains titres comme **Safran**, **Sequana** et **EADS** car nous renforçons des valeurs dont le potentiel de rebond n'est pas entamé à l'image de **Havas**, **ECA**, **GL Events**, **NRJ**, **Air France-KLM** et **Communication & Systèmes (C&S)**.

## COMMENTAIRES VALEURS

Le discours rassurant, tant sur l'amélioration des perspectives de trésorerie que sur les pertes moins élevées, profite à **Peugeot** et sa filiale **Faurecia**. Le pic de la crise a été atteint en février et une reprise d'activité se fait sentir depuis. **Faurecia** fait désormais partie des principales lignes et nous visons un premier objectif à 10 €.

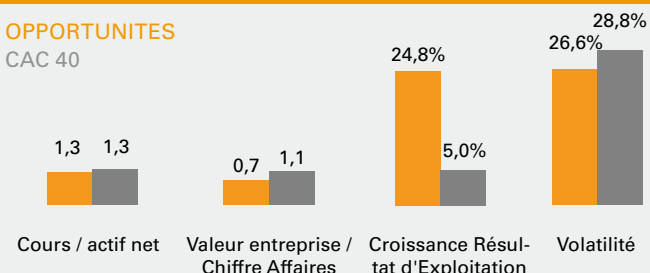
Première valeur du fonds, **Bull** relève ses perspectives de résultat pour 2009. Nous sommes convaincus des positions stratégiques du groupe sur les marchés à fort potentiel des super-calculateurs et du stockage de données. Grâce à son expertise, **Bull** répond aux problématiques de simulation du changement climatique, de fusion nucléaire, de recherche sur les médicaments et le cancer... Autant d'exemples qui le placent sur des domaines incontournables.

**EDF**, au cœur d'une polémique sur ses investissements à l'étranger, voit finalement sa croissance tirée par British Energy. Il est essentiel pour le groupe de prendre position sur des marchés comme le Royaume-Uni et les États-Unis où la demande en énergie ira en s'accroissant. Malgré un prix à payer élevé pour pénétrer ces marchés, nous pensons que cette stratégie s'avèrera payante à terme.

Bien trop de publications pour rentrer dans le détail de chacune, mais l'inflexion des résultats semble avoir lieu.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

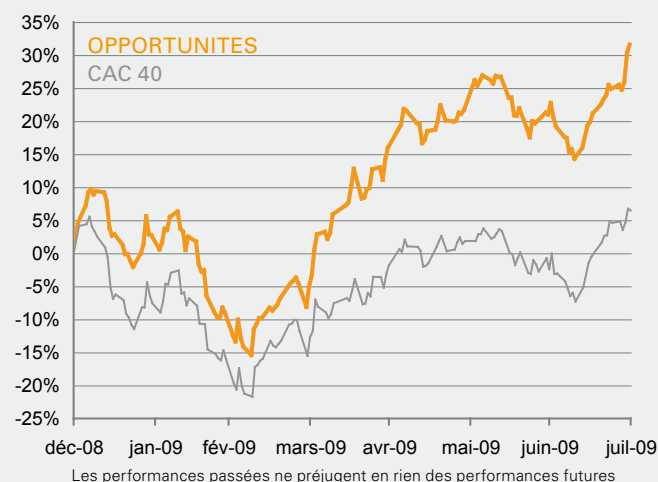
**OPPORTUNITES**  
CAC 40



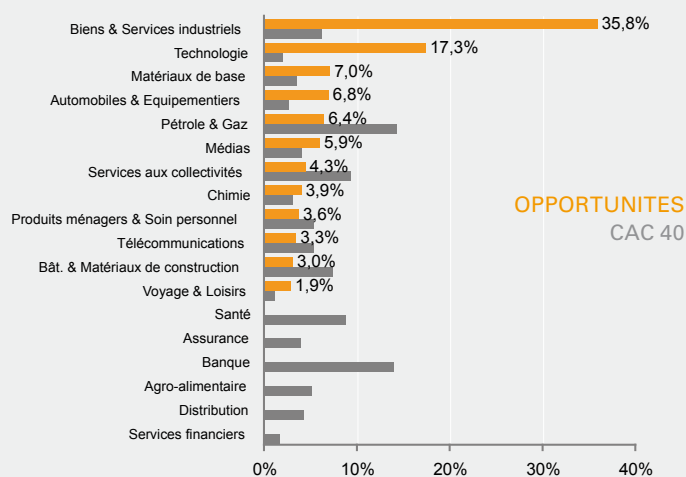
## CHIFFRES CLÉS

|  |                  |
|--|------------------|
| Valeur liquidative au 31 juillet 2009      | 79,58 €          |
| <b>Performance 2009</b>                    | <b>+ 31,43 %</b> |
| Performance 2008                           | - 50,34 %        |
| Performance 2007                           | - 9,41 %         |
| Performance depuis la création le 20/09/04 | - 20,42 %        |
| Exposition aux marchés actions             | 96 %             |
| Actif net                                  | 17 M€            |

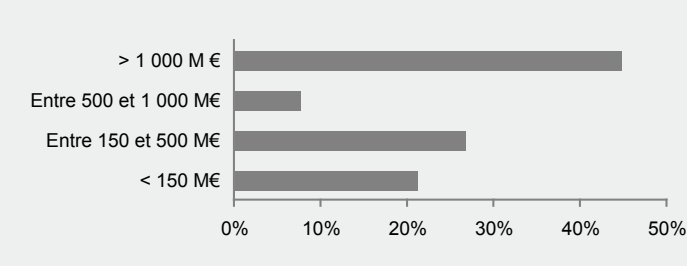
## PERFORMANCES



## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



| TOP      |          | FLOP           |          |
|----------|----------|----------------|----------|
| BULL     | + 36,7 % | COMM.&SYST.    | - 14,6 % |
| FAURECIA | + 34,2 % | ESSO           | - 8,1 %  |
| ASSYSTEM | + 28,5 % | SQLI           | - 6,7 %  |
| NEXANS   | + 24,7 % | AIR FRANCE KLM | - 3,0 %  |

| PRINCIPAUX MOUVEMENTS |       |         |       |
|-----------------------|-------|---------|-------|
| AIR FRANCE KLM        | Achat | SAFRAN  | Vente |
| GL EVENTS             | Achat | GAZPROM | Vente |
| HAVAS                 | Achat | EADS    | Vente |
| PEUGEOT               | Achat | SEQUANA | Vente |

**COMPOSITION DU FOND**

| Libellé valeur                              | Secteur (ICB)                        | Quantité | Cours   | Valorisation  | %      |
|---|--------------------------------------|----------|---------|---------------|--------|
| <b>AIR FRANCE - KLM</b>                     | Voyage & Loisirs                     | 50 000   | 8,83 €  | 441 550,00    | 2,65%  |
| <b>ALCATEL-LUCENT</b>                       | Technologie                          | 270 000  | 1,94 €  | 523 800,00    | 3,14%  |
| <b>ALES GROUPE</b>                          | Produits ménagers & Soins personnels | 60 000   | 9,69 €  | 581 400,00    | 3,49%  |
| <b>ALSTOM</b>                               | Biens & Services industriels         | 10 000   | 48,17 € | 481 700,00    | 2,89%  |
| <b>ARCELORMITTAL</b>                        | Matériaux de base                    | 15 000   | 25,25 € | 378 750,00    | 2,27%  |
| <b>ASSYSTEM</b>                             | Biens & Services industriels         | 65 000   | 6,31 €  | 410 150,00    | 2,46%  |
| <b>BULL</b>                                 | Technologie                          | 500 000  | 2,57 €  | 1 285 000,00  | 7,70%  |
| <b>CARBONE LORRAINE</b>                     | Biens & Services industriels         | 23 000   | 20,52 € | 471 960,00    | 2,83%  |
| <b>CIMENTS FRANCAIS</b>                     | Bât. & Matériaux de construction     | 7 000    | 68,53 € | 479 710,00    | 2,88%  |
| <b>COMM. &amp; SYSTEMES</b>                 | Technologie                          | 65 000   | 8,70 €  | 565 500,00    | 3,39%  |
| <b>DERICHEBOURG</b>                         | Biens & Services industriels         | 230 000  | 2,06 €  | 473 800,00    | 2,84%  |
| <b>DYNACTION</b>                            | Chimie                               | 86 999   | 7,16 €  | 622 912,84    | 3,73%  |
| <b>EADS</b>                                 | Biens & Services industriels         | 30 000   | 13,38 € | 401 400,00    | 2,41%  |
| <b>ECA</b>                                  | Biens & Services industriels         | 55 000   | 9,58 €  | 526 900,00    | 3,16%  |
| <b>EDF</b>                                  | Services aux collectivités           | 20 000   | 34,78 € | 695 500,00    | 4,17%  |
| <b>ESSO</b>                                 | Pétrole & Gaz                        | 6 750    | 82,32 € | 555 660,00    | 3,33%  |
| <b>FAURECIA</b>                             | Automobiles & Equipementiers         | 80 000   | 8,63 €  | 690 000,00    | 4,14%  |
| <b>GAZPROM</b>                              | Pétrole & Gaz                        | 30 000   | 14,68 € | 440 400,00    | 2,64%  |
| <b>GEA</b>                                  | Biens & Services industriels         | 12 000   | 24,40 € | 292 800,00    | 1,76%  |
| <b>GL EVENTS</b>                            | Biens & Services industriels         | 25 000   | 12,05 € | 301 250,00    | 1,81%  |
| <b>GROUPE CRIT</b>                          | Biens & Services industriels         | 41 000   | 14,17 € | 580 970,00    | 3,48%  |
| <b>GROUPE EUROTUNNEL</b>                    | Biens & Services industriels         | 160 000  | 4,16 €  | 665 920,00    | 3,99%  |
| <b>HAVAS ADVERTISING</b>                    | Médias                               | 250 000  | 2,03 €  | 508 000,00    | 3,05%  |
| <b>MOBISTAR</b>                             | Télécommunications                   | 12 000   | 44,72 € | 536 580,00    | 3,22%  |
| <b>NEXANS</b>                               | Biens & Services industriels         | 10 000   | 47,21 € | 472 100,00    | 2,83%  |
| <b>NRJ GRP</b>                              | Médias                               | 90 000   | 4,78 €  | 430 200,00    | 2,58%  |
| <b>PEUGEOT</b>                              | Automobiles & Equipementiers         | 18 000   | 21,28 € | 383 040,00    | 2,30%  |
| <b>SAFRAN</b>                               | Biens & Services industriels         | 60 000   | 10,85 € | 651 000,00    | 3,90%  |
| <b>SEQUANA CAPITAL</b>                      | Matériaux de base                    | 125 000  | 5,82 €  | 727 500,00    | 4,36%  |
| <b>SQLI</b>                                 | Technologie                          | 340 000  | 1,11 €  | 377 400,00    | 2,26%  |
| <b>Total Actions</b>                        |                                      |          |         | 15 952 852,84 | 95,63% |
| <b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b> |                                      |          |         | 729 768,95    | 4,37%  |
| <b>Couverture 0 % de la part actions</b>    |                                      |          |         |               |        |

**TOTAL ACTIF NET 16 682 621,79 100,00%**

## 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**

## POLITIQUE DE GESTION

Les publications de résultats du premier semestre ont rythmé le mois. Grâce aux efforts qu'elles ont fournis en termes de réduction de coûts dès le début de la crise, la plupart des entreprises sont parvenues à préserver leur rentabilité malgré la décélération de leurs activités.

A l'occasion du repli des indices en début de mois, nos positions ont été renforcées dans l'ensemble des secteurs. L'exposition actions du fonds retrouve quasiment son maximum à 95 %.

## COMMENTAIRES VALEURS

**Pernod Ricard** enregistre une vive inflexion de ses ventes pour son quatrième trimestre 2008/2009 grâce à la fin du phénomène de déstockage et confirme ses objectifs de résultats annuels. Le titre s'adjugeant 25 %, nous prenons partiellement nos bénéficiaires à 55 €.

**Capgemini** publie de solides résultats semestriels et maintient son objectif de rentabilité à 7 % pour cette année. L'entreprise rassure sur ses perspectives : elle constate une stabilisation voire quelques signes de reprise de la demande dans certains segments d'activité. Nous allégeons après une hausse de 23 %.

Dans le secteur de l'assurance, nous soldons **Axa** dont le cours a triplé depuis ses plus bas de mars pour réinvestir les liquidités en **Allianz** dont la progression est relativement plus modeste.

Nous vendons les titres **Schneider Electric** et **Siemens** achetés en début de mois après un rebond proche de 15 %.

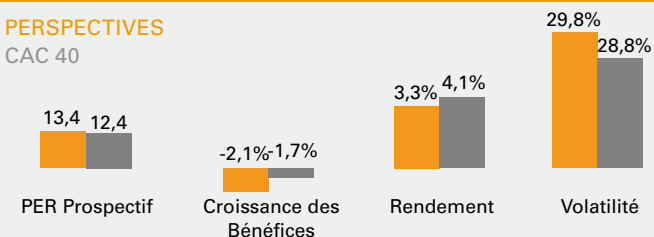
**Saint-Gobain** estime que le marché mondial de la construction devrait désormais avoir atteint un point bas, mais augmente drastiquement son programme de réduction de coûts pour soutenir la remontée de ses résultats, attendue au second semestre. Notre position, renforcée vers 23 €, rebondit de 20 %.

Nous prenons quelques profits en **Essilor** et **Microsoft** pour les réinvestir en **Danone**, **L'Oréal**, **Véolia Environnement**, **Vinci**, **Thalès** et dans le secteur de l'énergie avec **ENI** et **Total**.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

### PERSPECTIVES

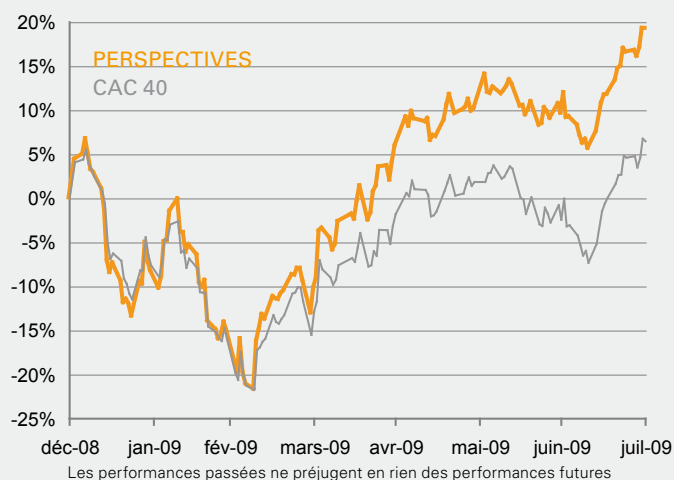
CAC 40



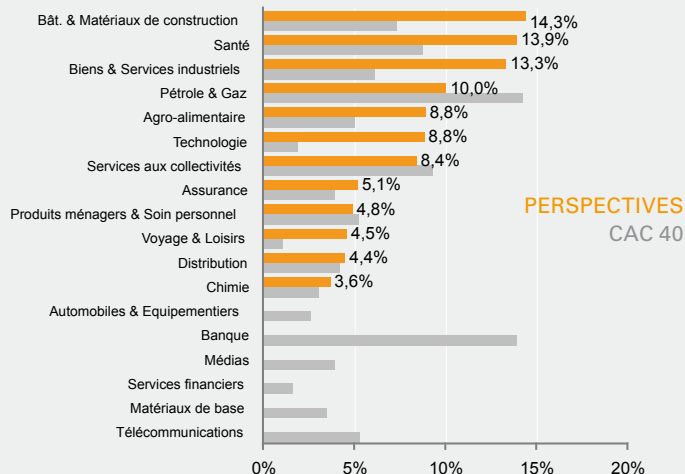
## CHIFFRES CLÉS

|  |                  |
|--|------------------|
| Valeur liquidative au 31 juillet 2009      | 88,99 €          |
| <b>Performance 2009</b>                    | <b>+ 19,26 %</b> |
| Performance 2008                           | - 41,35 %        |
| Performance 2007                           | - 2,18 %         |
| Performance depuis la création le 20/09/04 | - 11,01 %        |
| Exposition aux marchés actions             | 95 %             |
| Actif net                                  | 17 M€            |

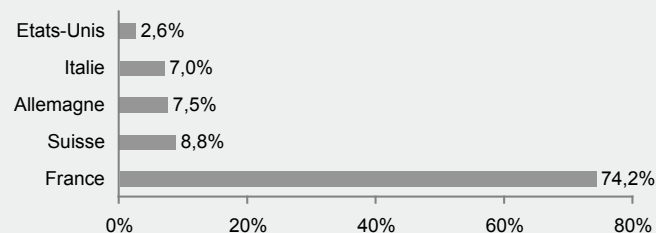
## PERFORMANCES



## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



| TOP           |          | FLOP    |         |
|---------------|----------|---------|---------|
| CAP GEMINI    | + 23,5 % | THALES  | - 7,0 % |
| PERNOD RICARD | + 22,6 % | ENI     | - 3,1 % |
| SAINT GOBAIN  | + 19,4 % | AREVA   | - 2,8 % |
| SCHNEIDER     | + 17,4 % | SODEXHO | + 0,9 % |

| PRINCIPAUX MOUVEMENTS |       |                |       |
|-----------------------|-------|----------------|-------|
| ALLIANZ               | Achat | AXA            | Vente |
| TOTAL                 | Achat | PERNOD RICARD  | Vente |
| THALES                | Achat | SCHNEIDER      | Vente |
| AXA                   | Achat | DASSAULT SYST. | Vente |

**COMPOSITION DU FOND**

| Libellé valeur                              | Secteur (ICB)                        | Quantité | Cours      | Valorisation  | %      |
|---|--------------------------------------|----------|------------|---------------|--------|
| <b>ADECCO</b>                               | Biens & Services industriels         | 13 000   | 33,34 €    | 433 420,00    | 2,53%  |
| <b>AIR LIQUIDE</b>                          | Chimie                               | 8 000    | 73,26 €    | 586 080,00    | 3,42%  |
| <b>ALLIANZ</b>                              | Assurance                            | 12 000   | 69,31 €    | 831 720,00    | 4,86%  |
| <b>AREVA</b>                                | Services aux collectivités           | 1 400    | 403,80 €   | 565 320,00    | 3,30%  |
| <b>BOUYGUES</b>                             | Bât. & Matériaux de construction     | 15 000   | 29,89 €    | 448 275,00    | 2,62%  |
| <b>CAP GEMINI</b>                           | Technologie                          | 17 000   | 32,40 €    | 550 715,00    | 3,22%  |
| <b>CARREFOUR</b>                            | Distribution                         | 22 000   | 32,94 €    | 724 570,00    | 4,23%  |
| <b>DANONE</b>                               | Agro-alimentaire                     | 21 000   | 37,65 €    | 790 545,00    | 4,62%  |
| <b>DASSAULT SYSTEMS</b>                     | Technologie                          | 13 000   | 35,10 €    | 456 300,00    | 2,67%  |
| <b>ENI</b>                                  | Pétrole & Gaz                        | 40 000   | 16,33 €    | 653 200,00    | 3,82%  |
| <b>ESSILOR INTERNATIONAL</b>                | Santé                                | 9 000    | 38,90 €    | 350 100,00    | 2,05%  |
| <b>IMMSI</b>                                | Bât. & Matériaux de construction     | 550 000  | 0,87 €     | 479 325,00    | 2,80%  |
| <b>LOREAL</b>                               | Produits ménagers & Soins personnels | 13 000   | 60,81 €    | 790 530,00    | 4,62%  |
| <b>MICROSOFT</b>                            | Technologie                          | 25 000   | 16,75 €    | 418 750,00    | 2,45%  |
| <b>PERNOD RICARD</b>                        | Agro-alimentaire                     | 12 000   | 54,52 €    | 654 240,00    | 3,82%  |
| <b>ROCHE</b>                                | Santé                                | 9 000    | 168,50 CHF | 989 882,51    | 5,78%  |
| <b>SAINT GOBAIN</b>                         | Bât. & Matériaux de construction     | 28 000   | 28,45 €    | 796 600,00    | 4,65%  |
| <b>SANOFI-AVENTIS</b>                       | Santé                                | 20 000   | 45,96 €    | 919 200,00    | 5,37%  |
| <b>SCHNEIDER ELECTRIC</b>                   | Biens & Services industriels         | 9 000    | 63,74 €    | 573 660,00    | 3,35%  |
| <b>SIEMENS</b>                              | Biens & Services industriels         | 7 000    | 56,00 €    | 392 000,00    | 2,29%  |
| <b>SODEXO</b>                               | Voyage & Loisirs                     | 20 000   | 36,94 €    | 738 800,00    | 4,32%  |
| <b>THALES</b>                               | Biens & Services industriels         | 25 000   | 29,66 €    | 741 500,00    | 4,33%  |
| <b>TOTAL</b>                                | Pétrole & Gaz                        | 25 000   | 38,91 €    | 972 750,00    | 5,68%  |
| <b>VEOLIA ENVIRONNEMENT</b>                 | Services aux collectivités           | 33 000   | 24,13 €    | 796 290,00    | 4,65%  |
| <b>VINCI</b>                                | Bât. & Matériaux de construction     | 17 000   | 35,71 €    | 607 070,00    | 3,55%  |
| <b>Total Actions</b>                        |                                      |          |            | 16 260 842,51 | 94,99% |
| <b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b> |                                      |          |            | 857 814,19    | 5,01%  |
| <b>Couverture 0 % de la part actions</b>    |                                      |          |            |               |        |

**TOTAL ACTIF NET 17 118 656,70 100,00%**

## 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

Le fonds conserve son avance sur le CAC 40 avec une progression de + 11 % depuis le début de l'année contre 6,5 % pour l'indice CAC 40.

L'exposition aux actions a été remontée de 85 % à 99,6 % suite à l'entrée d'**Accor** et de **Finmeccanica** et à divers renforcements.

Nous conservons un poids toujours aussi important sur les secteurs défensifs des télécoms et de l'énergie. Leur rendement est élevé et leur valorisation est restée proche des points bas.

## COMMENTAIRES VALEURS

**Finmeccanica**, groupe italien de défense, d'aéronautique, de transport et d'énergie, réalise 60 % de ses revenus dans le secteur de la défense, secteur en marge de la crise. Le récent contrat de 3 milliards d'euros avec la Lybie (via Alenia), valide la stratégie du groupe de s'orienter vers des pays où le budget de défense est en croissance (Émirats Arabes Unis, Arabie Saoudite, Turquie, Inde). La valorisation est particulièrement attractive et nous visons un premier objectif de 12,5 €.

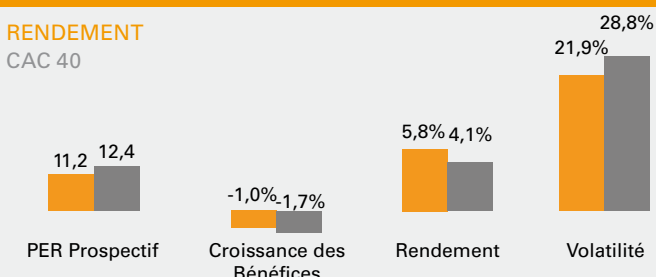
**Accor** fait également son entrée, acquis vers 28 €. Le groupe hôtelier subit au premier semestre l'environnement économique pesant, mais les effets du cycle ne doivent pas faire oublier les fondamentaux. Nous investissons en bas de cycle sur des niveaux de valorisations particulièrement attractifs. La division hôtellerie restera sous pression toute l'année malgré un mix pays/catégorie assez résistant. La division services (Tickets Restaurant) reste un axe de croissance et de forte profitabilité. Nous visons 35 €.

**Deutsche Post** s'adjuge 20 %. Les effets des restructurations commencent à se faire sentir notamment dans la division logistique (DHL USA). Le bilan du groupe se trouve allégé par la cession de la banque Deutsche PostBank. Nous conservons.

Les valeurs pétrolières sont sous pression après les publications de résultats en forte baisse. **ENI** réduit son dividende et entraîne le secteur à la baisse. Nous restons fortement investis et nous renforçons **ENI** et **Shell**, car l'ensemble des valeurs du secteur prouve sa capacité à dégager d'importantes liquidités, malgré les chocs et contre-chocs pétroliers récents.

## ANALYSE DU PORTEFEUILLE

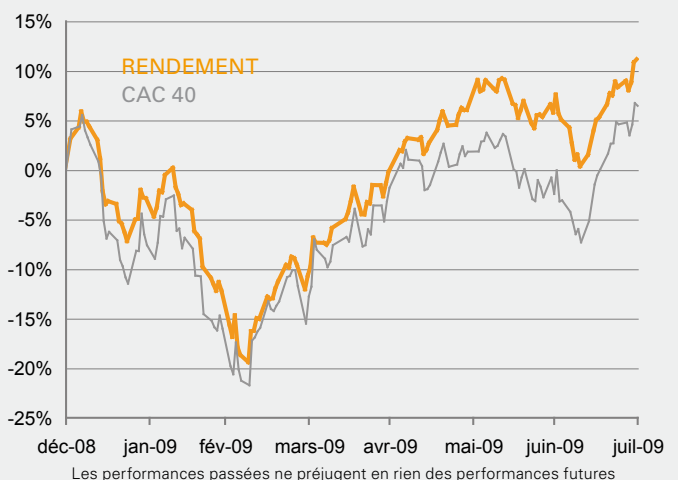
**RENDEMENT**  
CAC 40



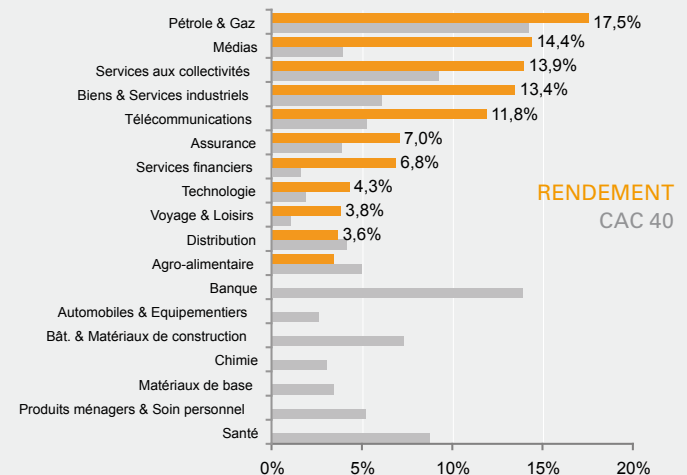
## CHIFFRES CLÉS

|  |                  |
|--|------------------|
| Valeur liquidative au 31 juillet 2009 (C)  | 81,6 €           |
| <b>Performance 2009</b>                    | <b>+ 11,08 %</b> |
| Performance 2008                           | - 37,45 %        |
| Performance 2007                           | + 4,01 %         |
| Performance depuis la création le 31/12/05 | - 18,4 %         |
| Exposition aux marchés actions             | 99,6 %           |
| Actif net                                  | 13 M€            |

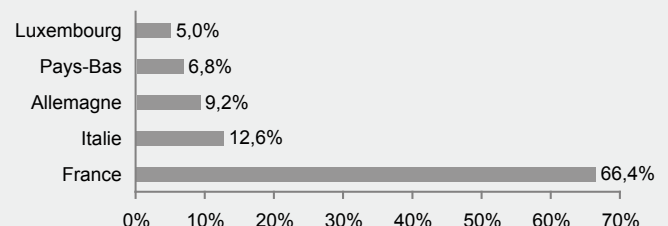
## PERFORMANCES



## RÉPARTITION SECTORIELLE



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



| TOP           |          | FLOP         |         | PRINCIPAUX MOUVEMENTS |       |           |       |
|---------------|----------|--------------|---------|-----------------------|-------|-----------|-------|
| DEUTSCHE POST | + 19,6 % | ESSO         | - 8,1 % | ACCOR                 | Achat | CEGID     | Vente |
| CEGID         | + 17,3 % | EULER HERMES | - 4,6 % | FINMECCANICA          | Achat | KLEPIERRE | Vente |
| WESSANEN      | + 12,4 % | ENI          | - 3,1 % | AXA                   | Achat | ENEL      | Vente |
| AXA           | + 10,7 % | CANAL +      | - 0,8 % | ENI                   | Achat |           |       |

**COMPOSITION DU FOND**

| Libellé valeur                              | Secteur (ICB)                | Quantité | Cours   | Valorisation  | %      |
|---|------------------------------|----------|---------|---------------|--------|
| AXA   | Assurance                    | 35 000   | 14,83 € | 519 050,00    | 4,11%  |
| ACCOR                                       | Voyage & Loisirs             | 16 000   | 29,95 € | 479 200,00    | 3,79%  |
| CANAL+                                      | Médias                       | 95 000   | 4,81 €  | 456 855,00    | 3,61%  |
| CEGID                                       | Technologie                  | 33 000   | 15,95 € | 526 350,00    | 4,16%  |
| DEUTSCHE POST                               | Biens & Services industriels | 40 000   | 11,11 € | 444 200,00    | 3,51%  |
| DEUTSCHE TELEKOM                            | Télécommunications           | 80 000   | 8,99 €  | 719 200,00    | 5,69%  |
| ENEL  | Services aux collectivités   | 170 000  | 3,81 €  | 648 125,00    | 5,13%  |
| ENI   | Pétrole & Gaz                | 35 000   | 16,33 € | 571 550,00    | 4,52%  |
| ESSO  | Pétrole & Gaz                | 4 750    | 82,32 € | 391 020,00    | 3,09%  |
| EULER HERMES                                | Assurance                    | 9 000    | 41,50 € | 373 500,00    | 2,95%  |
| FINMECCANICA                                | Biens & Services industriels | 35 000   | 10,64 € | 372 400,00    | 2,95%  |
| FRANCE TELECOM                              | Télécommunications           | 45 000   | 17,51 € | 787 950,00    | 6,23%  |
| GDF SUEZ                                    | Services aux collectivités   | 30 000   | 26,81 € | 804 150,00    | 6,36%  |
| KLEPIERRE                                   | Services financiers          | 20 000   | 20,06 € | 401 200,00    | 3,17%  |
| RALLYE                                      | Distribution                 | 22 000   | 20,60 € | 453 200,00    | 3,59%  |
| ROYAL DUTCH SHELL                           | Pétrole & Gaz                | 23 000   | 18,44 € | 424 120,00    | 3,35%  |
| RUBIS                                       | Services aux collectivités   | 5 323    | 57,00 € | 303 411,00    | 2,40%  |
| SALVEPAR                                    | Services financiers          | 8 397    | 54,99 € | 461 751,03    | 3,65%  |
| SES GLOBAL                                  | Médias                       | 45 000   | 13,86 € | 623 700,00    | 4,93%  |
| SUEZ ENVIRONNEMENT                          | Biens & Services industriels | 35 000   | 13,37 € | 467 950,00    | 3,70%  |
| TOTAL                                       | Pétrole & Gaz                | 21 000   | 38,91 € | 817 110,00    | 6,46%  |
| VALLOUREC                                   | Biens & Services industriels | 4 323    | 92,30 € | 399 012,90    | 3,16%  |
| VIVENDI                                     | Médias                       | 40 000   | 18,03 € | 721 000,00    | 5,70%  |
| WESSANEN                                    | Agro-alimentaire             | 140 000  | 3,07 €  | 429 660,00    | 3,40%  |
| <b>Total Actions</b>                        |                              |          |         | 12 595 664,93 | 99,64% |
| <b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b> |                              |          |         | 45 814,39     | 0,36%  |
| <b>Couverture 0 % de la part actions</b>    |                              |          |         |               |        |

**TOTAL ACTIF NET 12 641 479,32 100,00%**

## 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 31 juillet 2009      | 114,69 €        |
| <b>Performance 2009</b>                    | <b>+ 3,84 %</b> |
| Performance 2008                           | - 7,29 %        |
| Performance 2007                           | + 4,58 %        |
| Performance depuis la création le 11/11/04 | + 14,69 %       |
| Exposition aux marchés actions             | 27 %            |
| Actif net                                  | 27 M€           |

## POLITIQUE DE GESTION

L'exposition aux actions de Montségur Défensif contribue largement à la performance mensuelle du fonds de +1,43 %.

Face aux placements monétaires et aux placements réglementés comme le Livret A dont la rémunération est désormais réduite comme peau de chagrin (1,25 % annuel), Montségur Défensif prouve la pertinence d'un portefeuille qui utilise essentiellement les placements de taux à court terme, mais qui peut ouvrir sa gestion à des obligations d'entreprises et à des actions présentant des profils défensifs et distribuant des dividendes élevés.

Le rendement moyen à terme de la part taux s'établit à 2,6 % et le rendement moyen des actions au travers de leurs dividendes s'établit à 6,4%. Hors effet lié aux variations en valeur des actifs, cela représente un rendement annuel moyen de 3,8 %.

## COMMENTAIRES VALEURS

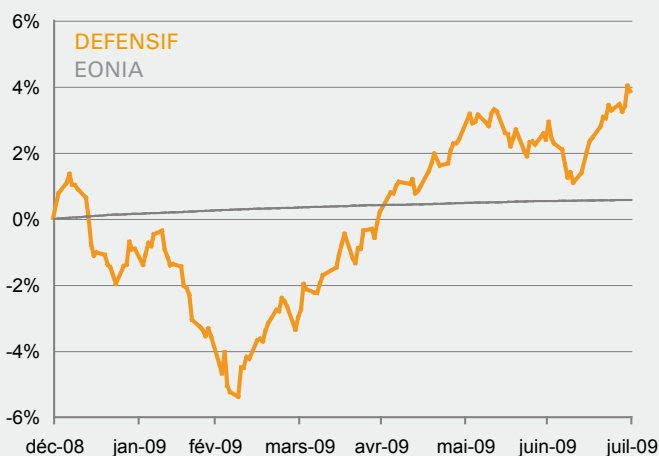
**Deutsche Post** réalise de bonnes performances opérationnelles sur le trimestre et définit plus précisément son objectif de résultat d'exploitation annuel, qui devrait s'élever à 1,2 milliard d'euros. Le titre prend 20 %.

Tout comme l'ensemble du secteur de l'assurance, **Axa** devrait bénéficier de la normalisation de l'environnement financier et d'une amélioration progressive de la conjoncture économique mondiale. Notre position, renforcée à 12 €, progresse de 11 %.

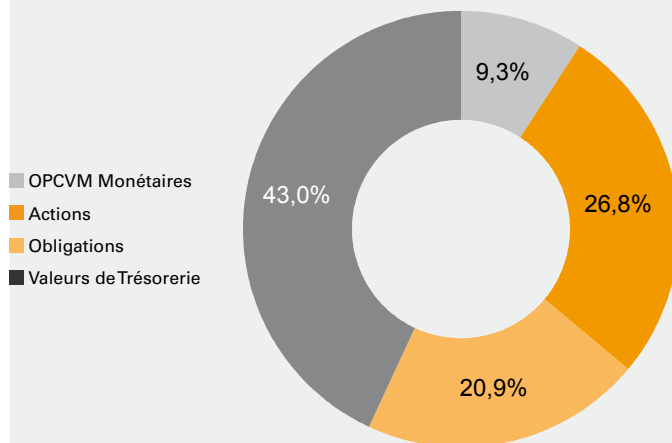
L'éditeur de logiciels **Cegid** poursuit sa hausse et s'adjuge de nouveau 17 %. Nous continuons d'accompagner cette tendance en allégeant notre participation.

Nous poursuivons nos achats en **SES Global** dont les résultats semestriels, solides, confirment la résistance de son modèle économique. L'opérateur de satellites enregistre une croissance de son activité de 7 % sur la période ainsi qu'une hausse de près de 12 % de son carnet de commandes.

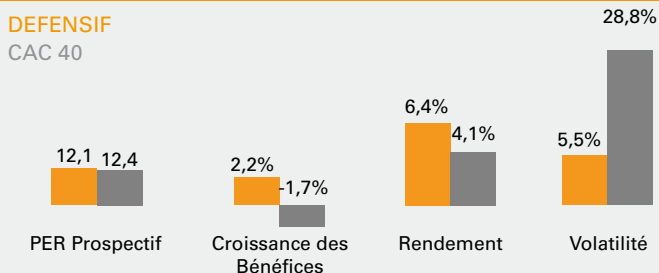
## PERFORMANCES



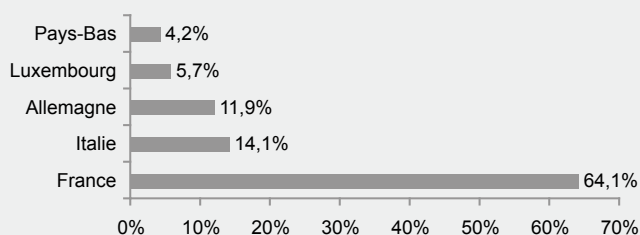
## RÉPARTITION DES ACTIFS



## ANALYSE DU PORTEFEUILLE ACTIONS



## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



| TOP           |          | FLOP         |         |
|---------------|----------|--------------|---------|
| DEUTSCHE POST | + 19,6 % | ESSO         | - 8,1 % |
| CEGID         | + 17,3 % | EULER HERMES | - 4,6 % |
| WESSANEN      | + 12,4 % | ENI          | - 3,1 % |
| AXA           | + 10,7 % | CANAL +      | - 0,8 % |

| PRINCIPAUX MOUVEMENTS |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| SES GLOBAL            | Achat | CEGID | Vente |
| AXA                   | Achat |       |       |
| ENI                   | Achat |       |       |

**COMPOSITION DU FOND**

| Libellé valeur       | Secteur (ICB)                | Quantité | Cours   | Valorisation        | %             |
|----------------------|------------------------------|----------|---------|---------------------|---------------|
| AXA                  | Assurance                    | 25 000   | 14,83 € | 370 750,00          | 1,36%         |
| CANAL+               | Médias                       | 65 000   | 4,81 €  | 312 585,00          | 1,15%         |
| CEGID                | Technologie                  | 14 000   | 15,95 € | 223 300,00          | 0,82%         |
| DEUTSCHE POST        | Biens & Services industriels | 30 000   | 11,11 € | 333 150,00          | 1,22%         |
| DEUTSCHE TELEKOM     | Télécommunications           | 60 000   | 8,99 €  | 539 400,00          | 1,98%         |
| ENEL                 | Services aux collectivités   | 129 200  | 3,81 €  | 492 575,00          | 1,81%         |
| ENI                  | Pétrole & Gaz                | 33 000   | 16,33 € | 538 890,00          | 1,98%         |
| ESSO                 | Pétrole & Gaz                | 3 500    | 82,32 € | 288 120,00          | 1,06%         |
| EULER HERMES         | Assurance                    | 8 000    | 41,50 € | 332 000,00          | 1,22%         |
| FRANCE TELECOM       | Télécommunications           | 40 000   | 17,51 € | 700 400,00          | 2,57%         |
| GDF SUEZ             | Services aux collectivités   | 20 456   | 26,81 € | 548 323,08          | 2,01%         |
| RALLYE               | Distribution                 | 15 000   | 20,60 € | 309 000,00          | 1,13%         |
| SALVEPAR             | Services financiers          | 7 000    | 54,99 € | 384 930,00          | 1,41%         |
| SES GLOBAL           | Médias                       | 30 000   | 13,86 € | 415 800,00          | 1,52%         |
| TOTAL                | Pétrole & Gaz                | 20 000   | 38,91 € | 778 200,00          | 2,85%         |
| VIVENDI              | Médias                       | 24 648   | 18,03 € | 444 280,20          | 1,63%         |
| WESSANEN             | Agro-alimentaire             | 100 000  | 3,07 €  | 306 900,00          | 1,13%         |
| <b>Total Actions</b> |                              |          |         | <b>7 318 603,28</b> | <b>26,84%</b> |

| Libellé valeur           | Notation Court et Long Terme |      | Échéance | Taux actuariel | Valorisation        | %             |
|--------------------------|------------------------------|------|----------|----------------|---------------------|---------------|
| OBL NATEXIS 6,375%       | A-1                          | A+   | 25/04/10 | 4,32%          | 1 031 815,07        | 3,78%         |
| OBL BANQUE PSA 6,375%    | A-2                          | BBB  | 16/11/10 | 4,13%          | 1 051 851,19        | 3,86%         |
| OBL TF1 4,38%            | A-2                          | BBB  | 11/12/10 | 3,02%          | 629 078,14          | 2,31%         |
| OBL GE CAP 4,75%         | A-1+                         | AA+  | 18/01/11 | 2,88%          | 1 052 177,53        | 3,86%         |
| OBL RCI BANQUE 5,25%     | A-3                          | BBB- | 27/05/11 | 4,47%          | 1 023 228,49        | 3,75%         |
| OBL KLEPIERRE 4,625%     | A-2                          | BBB+ | 15/07/11 | 3,53%          | 911 439,86          | 3,34%         |
| <b>Total Obligations</b> |                              |      |          |                | <b>5 699 590,28</b> | <b>20,90%</b> |

| Libellé valeur                      | Notation Court et Long Terme |          | Échéance | Taux actuariel | Valorisation         | %             |
|-------------------------------------|------------------------------|----------|----------|----------------|----------------------|---------------|
| OBL GE                              | A-1+                         | AA+      | 07/08/09 | 1,66%          | 401 587,53           | 1,47%         |
| OBL UBS 5,875%                      | A-1                          | A+       | 18/08/09 | 5,78%          | 1 047 032,70         | 3,84%         |
| BT CIMENTS FRANCAIS                 | A-3                          | BBB      | 02/09/09 | 0,92%          | 899 320,68           | 3,30%         |
| BT FAURECIA                         | Non Noté                     | Non Noté | 03/09/09 | 3,81%          | 996 810,89           | 3,66%         |
| BT PPR FINANCE                      | A-3                          | Non Noté | 09/09/09 | 2,32%          | 1 097 510,86         | 4,02%         |
| CD DIAC                             | A-3                          | BBB-     | 11/09/09 | 2,22%          | 798 187,04           | 2,93%         |
| BT ARCELORMITTAL                    | A-3                          | BBB      | 18/09/09 | 1,98%          | 997 677,06           | 3,66%         |
| BT RENAULT                          | B                            | BB       | 28/09/09 | 2,67%          | 1 195 579,88         | 4,38%         |
| BT METRO AG                         | A-2                          | BBB      | 28/09/09 | 1,72%          | 1 098 354,98         | 4,03%         |
| BT CIMENTS FRANCAIS                 | A-3                          | BBB      | 05/10/09 | 1,48%          | 997 732,46           | 3,66%         |
| BT BMW AG                           | A-1                          | A        | 09/10/09 | 1,37%          | 1 197 418,86         | 4,39%         |
| BT ENEL                             | A-2                          | A-       | 19/10/09 | 1,22%          | 997 856,87           | 3,66%         |
| <b>Total Produits de Trésorerie</b> |                              |          |          |                | <b>11 725 069,81</b> | <b>42,99%</b> |

**Total OPCVM Monétaires et liquidités 2 527 839,86 9,27%**

**Couverture 0 % de la part actions**

**TOTAL ACTIF NET 27 271 103,23 100,00%**

\* 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.

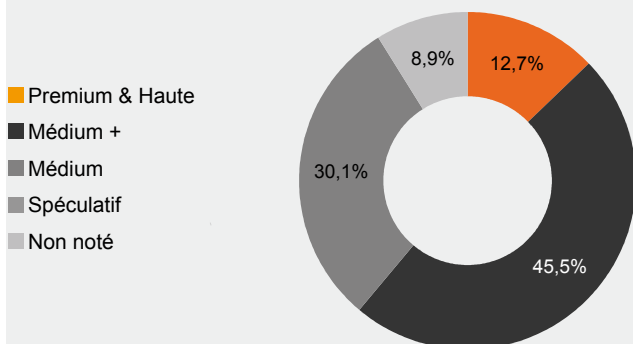
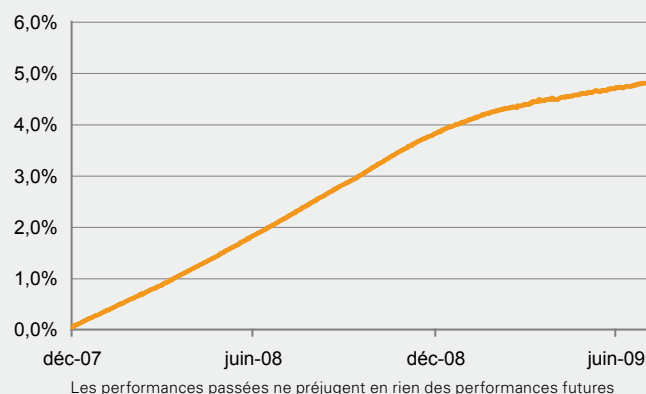
Durée de placement recommandée : de 3 mois à 2 ans  
Valorisation quotidienne / décimalisée

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 31 juillet 2009       | 104,78 €        |
| <b>Performance 2009</b>                     | <b>+ 0,85 %</b> |
| Performance 2008                            | + 3,79 %        |
| Rendement au terme du portefeuille          | 1,9 %           |
| Part investie à très court terme (< 3 mois) | 93,6 %          |
| Part investie notée « investment grade* »   | 90,7 %          |
| Actif net                                   | 22 M.           |

**REPARTITION PAR QUALITE DE SIGNATURE**

**PERFORMANCES**

**COMPOSITION DU FOND**

| Libellé valeur                              | Notation Court et Long Terme |          | Échéance | Taux actuariel | Valorisation         | %             |
|---|------------------------------|----------|----------|----------------|----------------------|---------------|
| <b>CD DIAC</b>                              | A-3                          | BBB-     | 06/08/09 | 2,02%          | 599 834,18           | 2,95%         |
| <b>OBLIGATION GE</b>                        | A-1+                         | AA+      | 07/08/09 | 4,77%          | 702 778,17           | 3,46%         |
| <b>OBLIGATION UBS 5,875%</b>                | A-1                          | A+       | 18/08/09 | 2,86%          | 1 047 032,70         | 5,15%         |
| <b>CD BANQUE PSA</b>                        | A-2                          | BBB      | 04/09/09 | 1,95%          | 1 397 514,51         | 6,88%         |
| <b>BT CIMENTS FRANCAIS</b>                  | A-3                          | BBB      | 02/09/09 | 0,87%          | 899 320,67           | 4,43%         |
| <b>BT PPR FINANCES</b>                      | A-3                          | Non Noté | 09/09/09 | 2,12%          | 897 963,43           | 4,42%         |
| <b>BT CIMENTS FRANCAIS</b>                  | A-3                          | BBB      | 14/09/09 | 1,38%          | 798 664,51           | 3,93%         |
| <b>BT VICAT</b>                             | Non Noté                     | Non Noté | 15/09/09 | 1,54%          | 998 107,20           | 4,91%         |
| <b>BT ARCELORMITTAL</b>                     | A-3                          | BBB      | 18/09/09 | 1,77%          | 997 677,06           | 4,91%         |
| <b>BT SOFIRA</b>                            | A-2                          | Non Noté | 18/09/09 | 1,27%          | 898 564,79           | 4,42%         |
| <b>BT EDP</b>                               | A-2                          | A-       | 24/09/09 | 1,13%          | 798 659,84           | 3,93%         |
| <b>BT METRO AG</b>                          | A-2                          | BBB      | 28/09/09 | 0,94%          | 898 654,07           | 4,42%         |
| <b>BT PPR FINANCES</b>                      | A-3                          | Non Noté | 30/09/09 | 2,12%          | 498 259,34           | 2,45%         |
| <b>BT ENDESA</b>                            | A-2                          | A-       | 01/10/09 | 1,05%          | 898 448,54           | 4,42%         |
| <b>BT BMW AG</b>                            | A-1                          | A        | 09/10/09 | 1,16%          | 997 849,04           | 4,91%         |
| <b>CD RCI BANQUE</b>                        | A-3                          | BBB-     | 12/10/09 | 1,97%          | 896 507,78           | 4,41%         |
| <b>BT FAURECIA</b>                          | Non Noté                     | Non Noté | 15/10/09 | 3,47%          | 893 587,79           | 4,40%         |
| <b>BT ENEL</b>                              | A-2                          | A-       | 19/10/09 | 1,01%          | 997 856,87           | 4,91%         |
| <b>BT SEB</b>                               | A-2                          | Non Noté | 29/10/09 | 0,91%          | 898 013,12           | 4,42%         |
| <b>OBLIGATION LAFARGE</b>                   | A-3                          | BBB-     | 15/12/09 | 3,96%          | 798 061,60           | 3,93%         |
| <b>OBLIGATION NATEXIS</b>                   | A-1                          | A+       | 25/04/10 | 3,20%          | 515 907,53           | 2,54%         |
| <b>OBL LAFARGE</b>                          | A-3                          | BBB-     | 15/12/09 | 5,13%          | 796 220,80           | 3,66%         |
| <b>OBL NATEXIS 6,375%</b>                   | A-1                          | A+       | 25/04/10 | 6,38%          | 514 025,68           | 2,36%         |
| <b>Total Produits de Trésorerie</b>         |                              |          |          |                | <b>18 329 262,74</b> | <b>90,22%</b> |
| <b>Total OPCVM Monétaires et liquidités</b> |                              |          |          |                | <b>1 986 251,56</b>  | <b>9,78%</b>  |

**TOTAL ACTIF NET 20 315 514,30 100,00%**

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