



RAPPORT DE GESTION
NOVEMBRE 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)

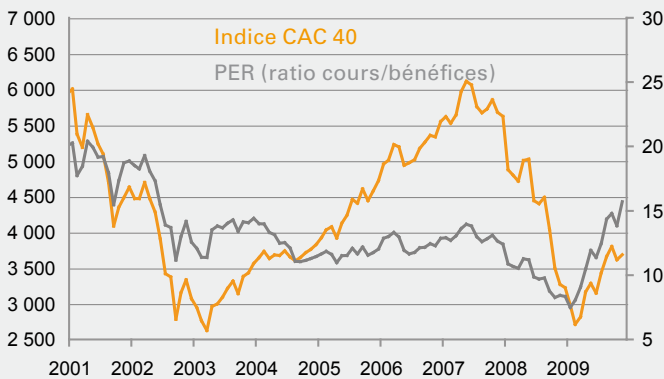
FONDS MIXTE PRUDENT | Investi essentiellement dans des produits monétaires ou obligataires pour respecter une gestion prudente, le solde est investi dans des actions européennes à haut dividendes.

| MONTSEGUR DEFENSIF (pages 10-11)

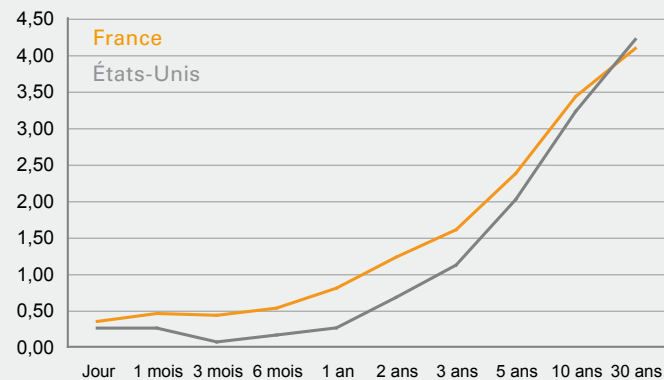
OBLIGATIONS A COURT TERME | Investi principalement en obligations et produits monétaires, émis en euros et classés dans la catégorie « investment grade » par les agences de notation. L'objectif est d'assurer une performance régulière et de préserver le capital investi.

| MONTSEGUR SECURITE (page 12)

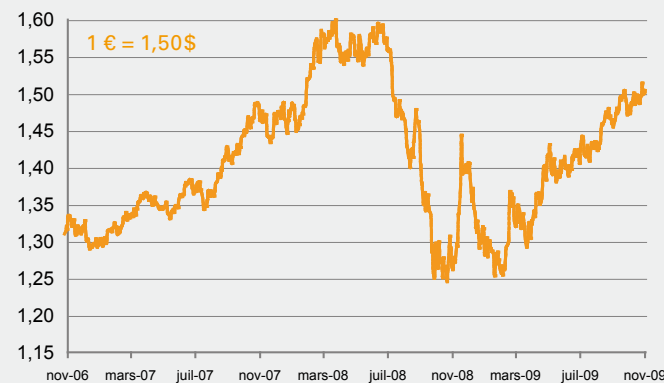
ÉVOLUTION DES MARCHÉS



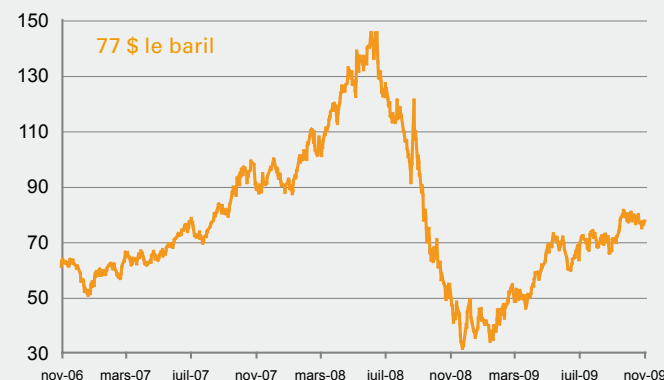
TAUX D'INTÉRÊT



MARCHÉ DES CHANGES



COURS DU PÉTROLE (WTI)



POINT DE MIRAGE À L'HORIZON, MÊME À DUBAÏ

Il aura fallu l'annonce d'un défaut de paiement des échéances du conglomérat Dubaï World, demandant un report de 6 mois pour le remboursement de ses dettes, pour donner aux marchés le signal d'une nouvelle consolidation en fin de mois, celle de fin octobre ayant déjà été oubliée.

Faut-il y voir les prémices d'un retour du risque systémique, à savoir d'un nouvel effondrement du système financier et bancaire international ? Les Cassandres habituelles vont de leur litanie, soutenus par l'idée que si les pauvres ont connu des défaillances au travers des crédits subprime, la défaillance d'un Emirat riche du Golfe annonce l'amorce d'un nouveau domino fatal. Nous ne le pensons pas.

Plusieurs éléments diffèrent à commencer par la nature de l'évènement : d'abord l'explosion de la bulle immobilière représente la taille d'un département Corse. Elle était prévisible. Paradis des promoteurs, les appartements étaient parfois revendus 6 ou 7 fois entre la précommande et la livraison.

Tout le monde a en tête l'image des îles artificielles en forme de palmier (Palm Jumeirah) ou reproduisant une carte du globe (The World), le projet d'une tour de 1 kilomètre de hauteur ou encore les hérésies écologiques d'une station de ski ou d'un terrain de golf en plein désert.

Ensuite le retard de paiement d'une échéance n'implique pas forcément la nullité de la totalité des échéances de dettes (59 milliards de dollars), d'autant que les actifs tangibles existent et sont encore valorisés pour environ 75 milliards de dollars.

Enfin les autres pays des Emirats Arabes Unis, riches de leurs pétrodollars, devraient probablement venir à la rescousse. Abu Dhabi a déjà souscrit pour 10 milliards de dollars, sur les 20 milliards de bons du trésor émis par l'émirat de Dubaï. La banque centrale des Emirats Arabes Unis a également annoncé, pour rassurer les investisseurs, mettre à disposition des banques des liquidités supplémentaires.

Cet évènement montre que la catastrophe de la faillite de Lehman reste dans les esprits et qu'il existe une sensibilité des marchés obligataires. Les obligations islamiques (Sukûk) ont été fortement affectées en perdant 15 % de leur valeur, une variation déjà exceptionnelle pour les actions.

Le signal concerne les emprunts d'Etats, fragilisés par le passage de la crise financière et par les coûteux plans de soutien au secteur financier ou de relance budgétaire. Il concerne également les obligations d'entreprises pour lesquelles des défaillances ne manqueraient pas de faire remonter les niveaux de rémunération demandés par les investisseurs et par conséquent de faire baisser la valeur des portefeuilles obligataires.

Attaqué par les marchés après l'annonce, le secteur financier aura sans doute à passer des provisions comptables. HSBC, Royal Bank of Scotland ou Standard Chartered sont exposés. Certaines banques françaises également, dans une moindre mesure. Lévaluation du risque de défaut reste mesurée. Les acteurs du monde de la construction ont également été attaqués du fait de leur implication sur ces chantiers.

Mais on peut également voir dans l'ampleur de ces sanctions, au-delà de la fin d'un mirage aux Emirats, le simple reflet de parcours boursiers exceptionnels pour ces secteurs.

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

Le fonds affiche une légère baisse sur le mois. Il bénéficie de souscriptions régulières, que nous avons partiellement réinvesties afin de maintenir l'exposition aux actions à 90 %.

COMMENTAIRES VALEURS

Les achats se sont portés sur **Nexans**. Nous avons soldé la ligne en septembre dernier à 60 € et la réintroduisons à 47 €.

Les titres affichant les plus fortes baisses, **Derichebourg**, **Alcatel-Lucent** et **Q-Cells** sont renforcés, tout comme **Esso**, **Eurotunnel**, **EDF**, **Air France-KLM**, **CS** et **Groupe Crit**. **GEA** est allégé.

Les premiers signes d'amélioration du travail intérimaire devraient être favorables au **Groupe Crit** qui par ailleurs annonce la signature de contrats pluriannuels dans l'assistance aéroportuaire en France. Valorisé seulement au niveau de ses fonds propres, **Groupe Crit** est loin des multiples retenus lors des dernières opérations de fusions-acquisitions sur les marchés, notamment de la part d'Adecco. Achat sous 17 €.

Une nouvelle étape est franchie chez **Bull** avec l'annonce du projet d'acquisition d'Amesys, qui réalise 100 millions d'euros de chiffre d'affaires et une marge opérationnelle de 10 % dans le secteur des systèmes critiques (sécurité et défense du territoire, surveillance et analyse du trafic de données). Les offres primées à l'international de **Bull** en matière de calcul haute performance serviront au déploiement des solutions d'Amesys, tandis que le réseau commercial international de **Bull** permettra de soutenir la forte croissance d'Amesys (25% par an sur les 5 dernières années). Point essentiel, les fondateurs d'Amesys accompagnent l'opération et prennent 20 % du capital de **Bull**.

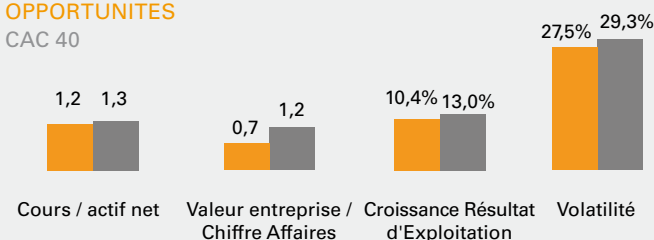
Nous renforçons également un autre acteur spécialisé dans les systèmes critiques, **CS** (Communication & Systèmes).

Alcatel-Lucent subit encore des dégagements. Le groupe opère néanmoins sur un marché qui devrait connaître un afflux de capitaux de la part des opérateurs télécoms, rendu nécessaire par la hausse du trafic mondial. Les restructurations ne sont pas encore finies mais la marge opérationnelle devrait passer de 0 à environ 3 % en 2010, signal d'achat.

ANALYSE DU PORTEFEUILLE

OPPORTUNITES

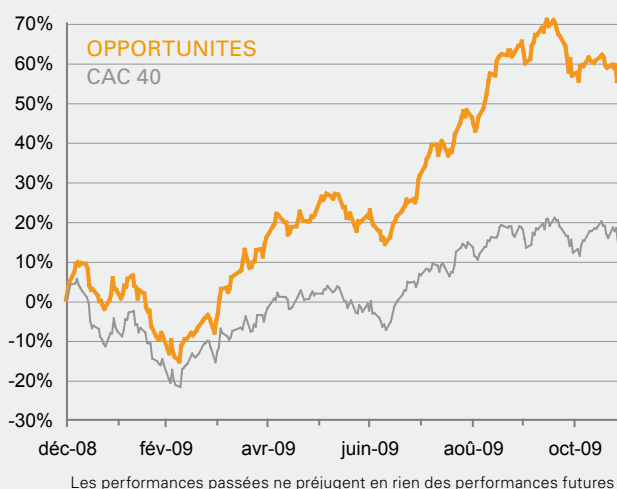
CAC 40



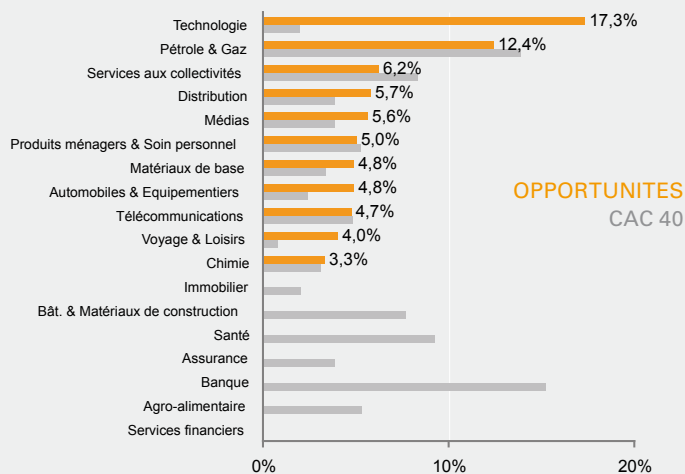
CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 novembre 2009	93,95 €
Performance 2009	+ 55,16 %
Performance 2008	- 50,34 %
Performance 2007	- 9,41 %
Performance depuis la création le 20/09/04	- 6,05 %
Exposition aux marchés actions	90 %
Actif net	22 M€

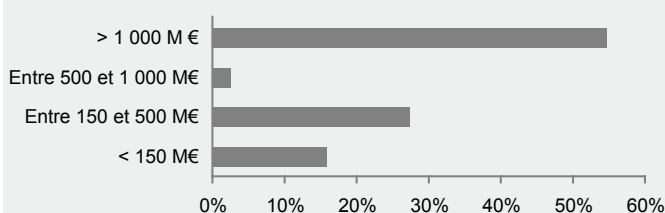
PERFORMANCES



RÉPARTITION SECTORIELLE



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



TOP		FLOP		PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
ARCELOR	+ 13,4%	DERICHEBOURG	- 15,6%	GRUPE CRIT	Achat	GEA	Vente
PETROBRAS	+ 11,0%	ALCATEL-LUCENT	- 12,9%	NEXANS	Achat		
GEA	+ 7,8%	Q-CELLS	- 7,1%	EDF	Achat		
FAURECIA	+ 6,0%	ALES GROUPE	- 7,1%	ESSO	Achat		

COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
AIR FRANCE-KLM	Voyage & Loisirs	75 000	10,56 €	792 000,00	3,60%
ALCATEL-LUCENT	Technologie	280 000	2,24 €	626 920,00	2,85%
ALES GROUPE	Produits ménagers & Soins personnels	89 000	11,15 €	992 350,00	4,51%
ALSTOM	Biens & Services industriels	8 000	46,63 €	373 040,00	1,69%
ARCELORMITTAL	Matériaux de base	10 000	25,95 €	259 500,00	1,18%
ASSYSTEM	Biens & Services industriels	80 000	9,00 €	720 000,00	3,27%
BULL	Technologie	400 000	2,92 €	1 168 000,00	5,31%
CARBONE LORRAINE	Biens & Services industriels	30 000	24,04 €	721 050,00	3,28%
CASINO GUICHARD	Distribution	20 000	57,18 €	1 143 600,00	5,20%
CS	Technologie	120 000	8,10 €	972 000,00	4,42%
DERICHEBOURG	Biens & Services industriels	170 000	2,83 €	481 100,00	2,19%
DYNACTION	Chimie	82 000	7,93 €	650 260,00	2,95%
ECA	Biens & Services industriels	50 000	13,25 €	662 500,00	3,01%
EDF	Services aux collectivités	32 000	38,42 €	1 229 440,00	5,59%
ESSO	Pétrole & Gaz	7 500	86,90 €	651 750,00	2,96%
FAURECIA	Automobiles & Equipementiers	10 000	14,00 €	140 000,00	0,64%
GEA GRENOBL.ELECT.	Biens & Services industriels	5 345	32,36 €	172 964,20	0,79%
GRUPE CRIT	Biens & Services industriels	36 000	17,50 €	630 000,00	2,86%
GRUPE EUROTUNNEL	Biens & Services industriels	110 000	6,84 €	752 180,00	3,42%
HAVAS	Médias	250 000	2,49 €	622 000,00	2,83%
MOBISTAR	Télécommunications	20 000	46,75 €	935 000,00	4,25%
NEXANS	Biens & Services industriels	2 000	49,85 €	99 690,00	0,45%
NRJ GROUP	Médias	80 000	6,15 €	492 000,00	2,24%
OAO GAZPROM	Pétrole & Gaz	45 000	15,15 €	681 750,00	3,10%
PETROBRAS	Pétrole & Gaz	30 000	15,05 €	451 500,00	2,05%
PEUGEOT	Automobiles & Equipementiers	35 000	23,56 €	824 425,00	3,75%
Q-CELLS	Pétrole & Gaz	65 000	10,45 €	679 250,00	3,09%
SAFRAN	Biens & Services industriels	55 000	11,15 €	612 975,00	2,78%
SEQUANA	Matériaux de base	90 000	7,84 €	705 600,00	3,21%
SQLI	Technologie	650 000	1,04 €	676 000,00	3,07%
Total Actions				19 918 844,20	90,49%
Total OPCVM Monétaires et liquidités				2 093 369,15	9,51%
Couverture 0 % de la part actions					

TOTAL ACTIF NET 22 012 213,35 100,00%

VALEURS EUROPÉENNES DE CROISSANCE

Sélection de grandes valeurs européennes bénéficiant des meilleures perspectives de croissance des bénéficiers 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

L'exposition du portefeuille aux actions, stable à 96 %, masque des arbitrages entre des titres ayant fortement bénéficié du rebond des indices au profit de titres délaissés. D'un point de vue sectoriel, nous demeurons à l'écart du secteur bancaire et renforçons le secteur informatique.

COMMENTAIRES VALEURS

SAP est le premier éditeur mondial de progiciels avec 33 % de parts de marché. Après plusieurs trimestres de gel des investissements de la part des entreprises, il devrait bénéficier d'une amélioration de ses ventes en 2010. Les plans de restructuration induiront une appréciation graduelle des marges, qui devraient atteindre 35 % à moyen terme contre 28 % à ce jour. L'optimisation de la gestion informatique des entreprises est un investissement de pilotage et d'amélioration des marges. **SAP** présente une décote sur ses multiples historiques. Nous revenons sur le dossier vers 30 €.

Capgemini parvient à maintenir son objectif de rentabilité annuel à 7 %. L'activité, qui a connu un point bas au troisième trimestre, semblerait mieux orientée ces dernières semaines. Malgré une gestion rigoureuse dans la crise, **Capgemini** souffre d'une décote qui nous paraît injustifiée. Nous renforçons compte tenu d'un potentiel de rebond de plus de 30 %.

L'Oréal gagne des parts de marché dans l'ensemble de ses divisions. La croissance du groupe confirme la pertinence de ses orientations stratégiques : les investissements publicitaires ont favorisé le succès des derniers lancements de produits, tandis que la croissance s'est accélérée en Asie. Les marchés ont salué la qualité du modèle de **L'Oréal**, le titre ayant rebondi de 60 % sur ses points bas. Nous prenons partiellement nos bénéfices.

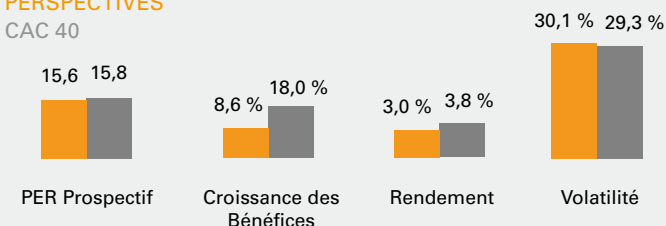
Adecco, enregistre une progression sensible de sa rentabilité trimestrielle alors que le marché de l'intérim commence seulement à se stabiliser. Ayant fait de l'abaissement de son point mort une priorité ces derniers mois, l'entreprise dispose d'un potentiel élevé d'amélioration opérationnelle. Le titre s'adapte 9,5%.

Nous prenons quelques bénéfices sur **Microsoft**, qui progresse de 70 % sur ses points bas, au profit de **Dell**.

ANALYSE DU PORTEFEUILLE

PERSPECTIVES

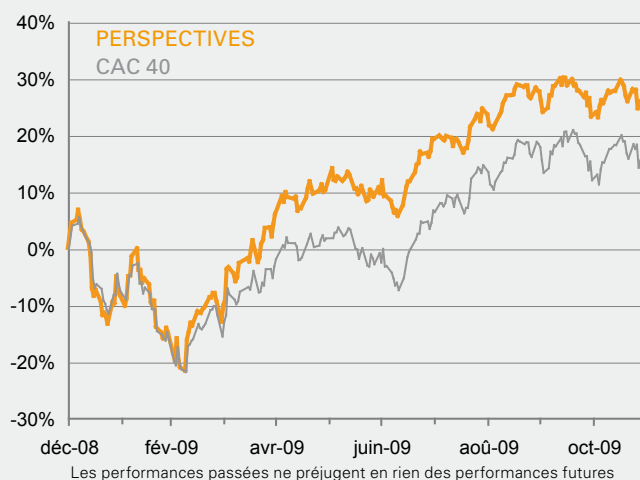
CAC 40



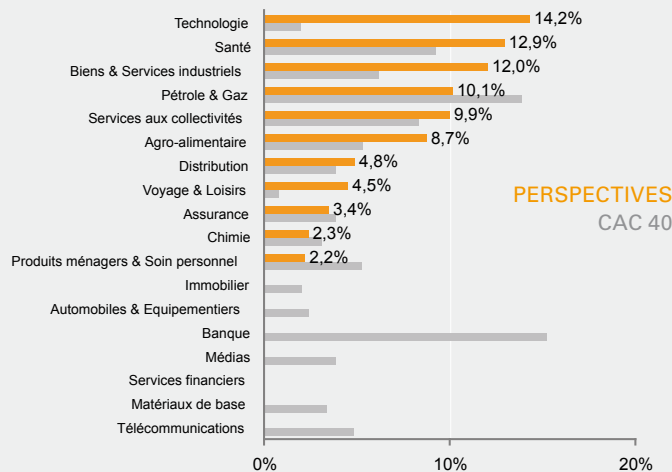
CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 novembre 2009	92,99 €
Performance 2009	+ 24,62 %
Performance 2008	- 41,35 %
Performance 2007	- 2,18 %
Performance depuis la création le 20/09/04	- 7,01 %
Exposition aux marchés actions	96 %
Actif net	18 M€

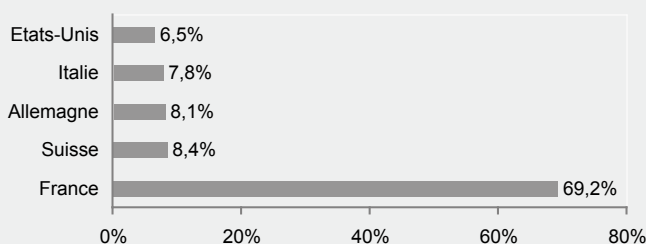
PERFORMANCES



RÉPARTITION SECTORIELLE



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
CARREFOUR	+ 10,4%	IMMSI	- 5,8%
ADECCO	+ 9,5%	SODEXO	- 3,9%
SAINT GOBAIN	+ 8,8%	DELL	- 3,9%
SIEMENS	+ 6,2%	AREVA	- 3,5%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
SAP	Achat	L'OREAL	Vente
AIR LIQUIDE	Achat	MICROSOFT	Vente
AREVA	Achat	AIR LIQUIDE	Vente
CAP GEMINI	Achat		

COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
ADECCO	Biens & Services industriels	13 000	33,40 €	434 200,00	2,48%
AIR LIQUIDE	Chimie	5 000	77,40 €	387 000,00	2,21%
ALLIANZ	Assurance	7 000	81,82 €	572 740,00	3,27%
AREVA	Services aux collectivités	2 200	345,60 €	760 320,00	4,34%
BOUYGUES	Bât. & Matériaux de construction	20 000	33,14 €	662 700,00	3,78%
CAP GEMINI	Technologie	17 000	30,80 €	523 600,00	2,99%
CARREFOUR	Distribution	25 000	32,32 €	807 875,00	4,61%
DANONE	Agro-alimentaire	22 000	39,81 €	875 820,00	5,00%
DASSAULT SYSTEMES	Technologie	10 000	38,32 €	383 200,00	2,19%
DELL	Technologie	55 000	9,37 €	515 350,00	2,94%
ENI	Pétrole & Gaz	40 000	16,50 €	660 000,00	3,77%
ESSILOR INTERNATIONAL	Santé	7 000	38,64 €	270 445,00	1,54%
IMMSI	Bât. & Matériaux de construction	750 000	0,86 €	645 000,00	3,68%
L'OREAL	Produits ménagers & Soins personnels	5 000	72,26 €	361 300,00	2,06%
MICROSOFT	Technologie	30 000	19,39 €	581 700,00	3,32%
PERNOD RICARD	Agro-alimentaire	10 200	56,79 €	579 258,00	3,31%
ROCHE	Santé	9 000	164,30 CHF	981 090,76	5,60%
SAINT GOBAIN	Bât. & Matériaux de construction	20 000	36,23 €	724 500,00	4,13%
SANOFI-AVENTIS	Santé	18 000	50,32 €	905 760,00	5,17%
SAP	Technologie	12 000	31,82 €	381 840,00	2,18%
SCHNEIDER ELECTRIC	Biens & Services industriels	5 000	72,89 €	364 450,00	2,08%
SIEMENS	Biens & Services industriels	6 000	65,26 €	391 560,00	2,23%
SODEXO	Voyage & Loisirs	20 000	37,40 €	748 000,00	4,27%
THALES	Biens & Services industriels	25 000	32,66 €	816 500,00	4,66%
TOTAL	Pétrole & Gaz	25 000	41,21 €	1 030 250,00	5,88%
VEOLIA ENVIRON.	Services aux collectivités	40 000	22,55 €	901 800,00	5,15%
VINCI	Bât. & Matériaux de construction	13 000	36,83 €	478 725,00	2,73%
Total Actions				16 744 983,76	95,56%
Total OPCVM Monétaires et liquidités				778 282,66	4,44%
Couverture 0 % de la part actions					

TOTAL ACTIF NET 17 523 266,43 100,00%

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

Montségur Rendement reste stable sur le mois et l'exposition aux actions est maintenue à 92 %. Les cours d'intervention sur nos titres, à l'achat ou à la vente, sont éloignés des cours actuels. Seuls un renforcement sur l'opérateur grec de jeux de loterie **Opap** et la souscription à l'augmentation de capital d'**Axa** sont à signifier.

COMMENTAIRES VALEURS

Axa a mieux traversé la crise que certains de ses concurrents et fait appel au marché, non pas pour la consolidation de son bilan mais pour accélérer son développement sur les marchés émergents. Le groupe entend vendre ses activités australiennes et racheter les minoritaires de sa filiale asiatique. Cette stratégie devrait augmenter la contribution de pays à forte croissance avec l'objectif de générer à terme entre 15 à 20 % de son chiffre d'affaires dans les zones émergentes.

Dans un tout autre secteur, **Vivendi** cherche également à se développer dans des zones dynamiques. L'OPA sur l'opérateur télécom brésilien GVT viendra compenser la forte exposition du groupe à des marchés matures. La finalisation de cette opération intervient après une longue bataille de surenchère contre Telefonica pour prendre position au Brésil, pays extrêmement prometteur. Après le Maroc via Maroc Telecom, **Vivendi** souhaite parvenir à un tiers de son chiffre d'affaires dans les pays émergents.

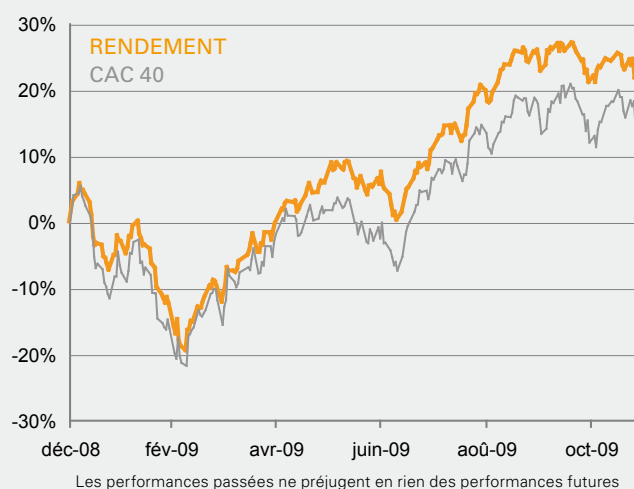
D'autres catalyseurs existent : cession de la participation dans NBCU, rachat des participations de TF1, M6 et Lagardère dans Canal +. La filiale Activision dans les jeux vidéos bat des records de ventes avec le titre Call of Duty qui est parvenu à générer 550 millions de dollars en 5 jours, chiffre qui devrait s'envoler avec les fêtes de fin d'année.

France Telecom et son homologue danois TDC rapprochent leurs filiales suisses, Orange Switzerland et Sunrise, en une nouvelle entité détenue à 75 % par **France Telecom**. L'opérateur réalise une opération de consolidation créatrice de valeur.

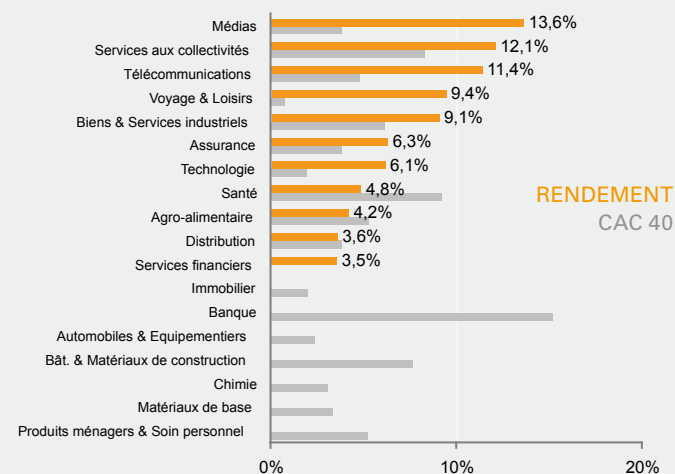
CHIFFRES CLÉS

Valeur liquidative au 30 novembre 2009 (C)	88,97 €
Performance 2009	+ 21,11 %
Performance 2008	- 37,45 %
Performance 2007	+ 4,01 %
Performance depuis la création le 31/12/05	- 11,03 %
Exposition aux marchés actions	92 %
Actif net	16 M€

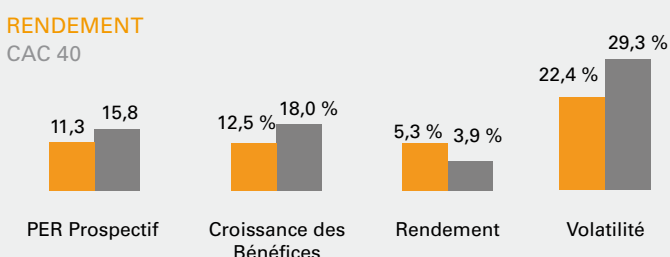
PERFORMANCES



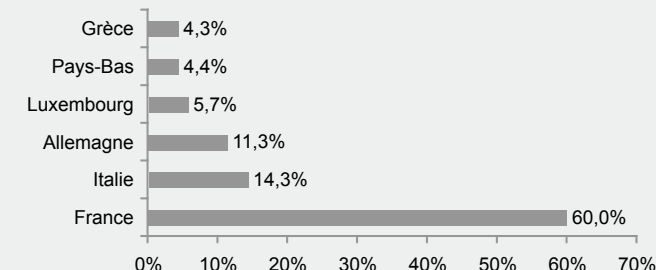
RÉPARTITION SECTORIELLE



ANALYSE DU PORTEFEUILLE



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
ACCOR	+ 9,1%	EULER HERMES	- 9,5%
DEUTSCHE POST	+ 8,5%	OPAP	- 8,2%
WESSANEN	+ 8,3%	ESSO	- 6,6%
DEUTSCHE TEL	+ 5,7%	AXA	- 4,3%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
AXA	Achat		
OPAP	Achat		

COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
ACCOR	Voyage & Loisirs	18 000	35,64 €	641 520,00	4,07%
AXA	Assurance	32 750	15,87 €	519 742,50	3,29%
AXA DS	Assurance	27 000	0,33 €	8 932,41	0,06%
CANAL +	Médias	85 000	5,61 €	476 765,00	3,02%
CEGID GROUP	Technologie	22 520	16,36 €	368 427,20	2,34%
DEUTSCHE POST	Biens & Services industriels	30 000	12,47 €	374 100,00	2,37%
DEUTSCHE TELEKOM	Télécommunications	80 000	9,82 €	785 600,00	4,98%
ENEL	Services aux collectivités	170 000	3,99 €	677 450,00	4,29%
ENI	Pétrole & Gaz	35 000	16,50 €	577 500,00	3,66%
ESSO	Pétrole & Gaz	4 750	86,90 €	412 775,00	2,62%
EULER HERMES	Assurance	8 000	48,96 €	391 640,00	2,48%
FINMECCANICA	Biens & Services industriels	45 000	11,03 €	496 350,00	3,15%
FRANCE TELECOM	Télécommunications	50 000	17,33 €	866 250,00	5,49%
GDF SUEZ	Services aux collectivités	30 000	27,81 €	834 300,00	5,29%
NEOPOST	Technologie	9 000	58,20 €	523 800,00	3,32%
NOVARTIS	Santé	19 000	55,75 CHF	702 793,26	4,45%
OPAP	Voyage & Loisirs	45 000	15,97 €	718 650,00	4,55%
RALLYE	Distribution	22 000	23,61 €	519 420,00	3,29%
ROYAL DUTCH SHELL	Pétrole & Gaz	23 000	19,79 €	455 170,00	2,88%
RUBIS	Services aux collectivités	4 000	60,87 €	243 480,00	1,54%
SALVEPAR	Services financiers	8 397	61,40 €	515 575,80	3,27%
SES	Médias	45 000	14,17 €	637 425,00	4,04%
SUEZ ENVIRONNEMENT	Biens & Services industriels	30 000	14,82 €	444 450,00	2,82%
TOTAL	Pétrole & Gaz	21 000	41,21 €	865 410,00	5,49%
VIVENDI	Médias	45 000	19,19 €	863 550,00	5,47%
WESSANEN	Agro-alimentaire	150 000	4,05 €	607 500,00	3,85%
Total Actions				14 528 576,17	92,09%
Total OPCVM Monétaires et liquidités				1 248 760,64	7,91%
Couverture 0 % de la part actions					

TOTAL ACTIF NET 15 777 336,81 100,00%

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 novembre 2009	117,68 €
Performance 2009	+ 6,55 %
Performance 2008	- 7,29 %
Performance 2007	+ 4,58 %
Performance depuis la création le 11/11/04	+ 17,68 %
Exposition aux marchés actions	28 %
Actif net	27 M€

POLITIQUE DE GESTION

Montségur Défensif conserve une exposition aux actions de 28 %, proche de la position maximale qui lui est autorisée (30 %). Cette sensibilité aux marchés permet au fonds de rebondir avec les indices. La performance annuelle est à + 6,55 %.

Le rendement moyen à terme de la part taux s'établit à 1,6 % tandis que celui des actions, au travers de leurs dividendes, s'élève à 7,1 %. Hors effet lié aux variations en valeur des actifs, il en découle un rendement annuel moyen de 3,2 %.

COMMENTAIRES VALEURS

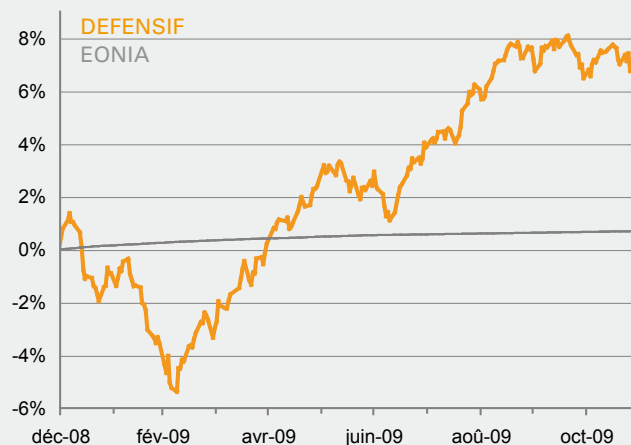
France Telecom et son homologue danois TDC rapprochent leurs filiales suisses, Orange Switzerland et Sunrise, en une nouvelle entité détenue à 75 % par **France Telecom** et à 25 % par TDC. Avec une part de marché de 38 % dans le mobile et de 13 % dans le fixe, pour un chiffre d'affaires cumulé de 2 milliards d'euros en 2009, cette dernière constituera le principal opérateur alternatif face au champion national Swisscom. Après avoir combiné ses forces avec **Deutsche Telekom** au Royaume-Uni, **France Telecom** réalise une nouvelle opération de consolidation créatrice de valeur.

Deutsche Post revoit à la hausse ses objectifs 2009 à l'occasion de sa publication de résultats trimestriels. Le groupe de logistique allemand vise un résultat opérationnel d'au moins 1,35 milliard d'euros contre 1,2 milliard auparavant en raison de premiers signes de reprise et des progrès réalisés dans sa gestion des coûts. Nous conservons notre position qui progresse de 8,5%.

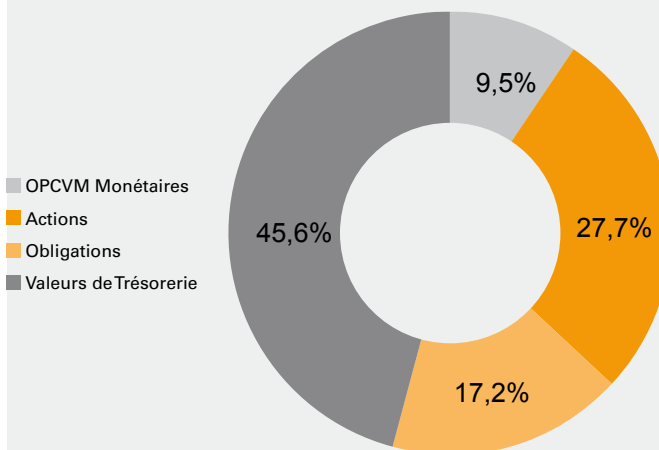
Wessanen entame son processus de cession d'actifs non stratégiques en vendant ses filiales Liberty Richter et Karl Kemper. Désireuse de se recentrer sur ses activités les plus rentables, l'entreprise devrait prochainement annoncer la vente de sa branche de distribution américaine Tree of Life, dont le prix est estimé à 150 millions d'euros. Nous conservons.

Nous poursuivons nos achats en **Opap** vers 16 €.

PERFORMANCES



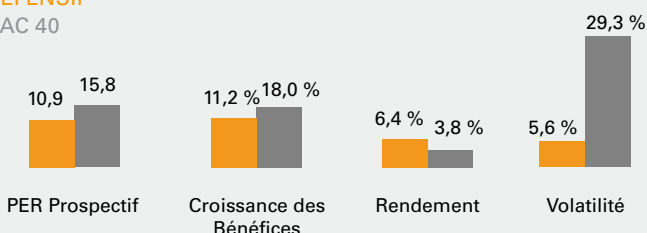
RÉPARTITION DES ACTIFS



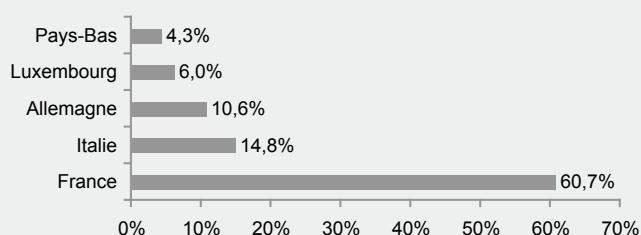
ANALYSE DU PORTEFEUILLE ACTIONS

DEFENSIF

CAC 40



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



TOP		FLOP	
DEUTSCHE POST	+ 8,5%	EULER HERMES	- 9,5%
WESSANEN	+ 8,3%	OPAP	- 8,2%
DEUTSCHE TEL	+ 5,7%	ESSO	- 6,6%
TOTAL	+ 4,2%	SES	- 4,0%

PRINCIPAUX MOUVEMENTS			
OPAP	Achat		

COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Secteur (ICB)	Quantité	Cours	Valorisation	%
CANAL +	Médias	50 000	5,61 €	280 450,00	1,05%
DEUTSCHE POST	Biens & Services industriels	20 000	12,47 €	249 400,00	0,93%
DEUTSCHE TELEKOM	Télécommunications	60 000	9,82 €	589 200,00	2,20%
ENEL	Services aux collectivités	129 200	3,99 €	514 862,00	1,93%
ENI	Pétrole & Gaz	33 000	16,50 €	544 500,00	2,04%
ESSO	Pétrole & Gaz	3 500	86,90 €	304 150,00	1,14%
EULER HERMES	Assurance	5 000	48,96 €	244 775,00	0,92%
FRANCE TELECOM	Télécommunications	40 000	17,33 €	693 000,00	2,59%
GDF SUEZ	Services aux collectivités	18 000	27,81 €	500 580,00	1,87%
NEOPOST	Technologie	5 000	58,20 €	291 000,00	1,09%
OPAP	Voyage & Loisirs	20 000	15,97 €	319 400,00	1,19%
RALLYE	Distribution	15 000	23,61 €	354 150,00	1,32%
SALVEPAR	Services financiers	7 000	61,40 €	429 800,00	1,61%
SES	Médias	30 000	14,17 €	424 950,00	1,59%
TOTAL	Pétrole & Gaz	20 000	41,21 €	824 200,00	3,08%
VIVENDI	Médias	27 000	19,19 €	518 130,00	1,94%
WESSANEN	Agro-alimentaire	80 000	4,05 €	324 000,00	1,21%
Total Actions				7 406 547,00	27,71%

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
OBL GECINA 4,875%	B	BB-	19/02/10	5,10%	830 129,75	3,11%
OBL NATEXIS 6,375%	A-1	A+	25/04/10	3,26%	1 050 467,97	3,93%
OBL BANQUE PSA 6,375%	A-2	BBB	16/11/10	2,61%	1 037 959,18	3,88%
OBL TF1 4,38%	A-2	BBB	12/11/10	1,85%	615 502,27	2,30%
OBL GE CAP 4,75%	A-1+	AA+	18/01/11	1,96%	1 072 373,97	4,01%
Total Obligations					4 606 433,14	17,23%

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
BT FAURECIA	Non Noté	Non Noté	07/12/09	2,80%	999 544,83	3,74%
CD DIAC	A-3	BBB-	11/12/09	1,29%	999 653,87	3,74%
BT SOFIRA	A-2	Non Noté	18/12/09	1,08%	999 514,83	3,74%
BT ARCELORMITTAL	A-3	BBB	18/12/09	1,18%	499 733,95	1,87%
BT METRO	A-2	BBB	30/12/09	0,94%	999 356,86	3,74%
BT CEMENTS FRANCAIS	A-3	BBB-	06/01/10	0,97%	699 385,38	2,62%
BT DANONE	A-2	Non Noté	06/01/10	0,48%	899 608,69	3,37%
BT AEGON	A-2	A-	08/01/10	0,88%	799 373,42	2,99%
BT BMW	A-2	A-	11/01/10	0,65%	999 340,41	3,74%
BT VEOLIA	A-2	BBB+	21/01/10	0,51%	999 370,30	3,74%
CD CRCA NORD	A-1+	AA-	05/02/10	0,53%	799 340,72	2,99%
BT VOLKSWAGEN	A-2	A-	08/02/10	0,79%	798 982,03	2,99%
CD CM MAINE	A-1	A+	09/02/10	0,57%	799 254,11	2,99%
BT ENDESA	A-2	A-	26/02/10	0,65%	898 886,68	3,36%
Total Produits de Trésorerie					12 191 346,08	45,61%

Total OPCVM Monétaires et liquidités 2 527 211,67 9,45%

TOTAL ACTIF NET 26 731 537,89 100,00%

* 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

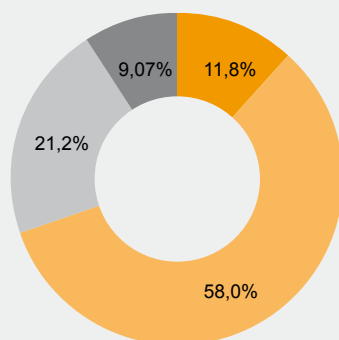
* notation supérieure ou égale à A-3 à court terme et à BBB- à long terme

CHIFFRES CLÉS

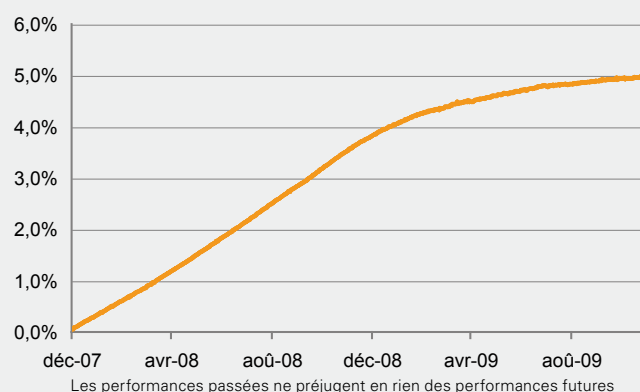
Valeur liquidative au 30 novembre 2009	104,95 €
Performance 2009	+ 1,12 %
Performance 2008	+ 3,79 %
Rendement au terme du portefeuille	1,2 %
Part investie à très court terme (< 3 mois)	97,4 %
Part investie notée « investment grade* »	91,0 %
Actif net	20 M€

REPARTITION PAR QUALITE DE SIGNATURE

- Premium & Haute
- Médium +
- Médium
- Spéculatif
- Non noté



PERFORMANCES



COMPOSITION DU FOND

Libellé valeur	Notation Court et Long Terme		Échéance	Taux actuariel	Valorisation	%
BT PPR FINANCES	A-3	Non Noté	01/12/09	1,27%	900 000,00	4,54%
BT ARCELORMITTAL	A-3	BBB	08/12/09	1,20%	699 837,14	3,53%
BT CIMENTS FRANCAIS	A-3	BBB-	10/12/09	0,88%	899 802,42	4,54%
BT VICAT	Non Noté	Non Noté	15/12/09	1,01%	899 647,40	4,53%
OBL LAFARGE	A-3	BBB-	15/12/09	5,13%	800 341,60	4,03%
BT ARCELORMITTAL	A-3	BBB	18/12/09	1,13%	899 521,10	4,53%
BT SOFIRA	A-2	Non Noté	18/12/09	1,03%	999 514,83	5,04%
BT VIVENDI	A-2	BBB	21/12/09	0,46%	799 795,64	4,03%
CD CM MAINE	A-1	A+	23/12/09	0,42%	899 771,96	4,54%
BT EDP	A-2	A-	24/12/09	0,64%	899 640,50	4,53%
BT METRO	A-2	BBB	30/12/09	0,79%	899 421,17	4,53%
BT CARREFOUR	A-1	A	05/01/10	0,43%	799 665,74	4,03%
BT DANONE	A-2	Non Noté	06/01/10	0,44%	799 652,17	4,03%
BT GE	A-1+	AA+	11/01/10	0,45%	899 569,97	4,53%
BT BMW	A-2	A-	11/01/10	0,58%	899 406,37	4,53%
BT FAURECIA	Non Noté	Non Noté	20/01/10	3,10%	896 155,43	4,52%
BT EDF	A-1	A+	25/01/10	0,41%	799 502,30	4,03%
BT VOLKSWAGEN	A-2	A-	26/01/10	0,54%	799 332,62	4,03%
BT AREVA	A-1	A	26/01/10	0,43%	799 465,28	4,03%
BT SEB	A-2	Non Noté	18/02/10	0,70%	798 773,30	4,03%
BT ENDESA	A-2	A-	26/02/10	0,53%	799 010,38	4,03%
OBL NATEXIS 6,375%	A-1	A+	25/04/10	6,38%	525 233,99	2,65%
Total Produits de Trésorerie					18 413 061,31	92,82%
Total OPCVM Monétaires et liquidités					1 425 134,21	7,18%
TOTAL ACTIF NET					19 838 195,52	100,00%

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