

ESQUISSE

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO

N°43

OCTOBRE 2022





DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Dominique Villeroy de Galhau

EDITÉ PAR :
Financière Tiepolo
RCS 498 003 268
7, rue de Tilsitt 75017 Paris
www.tiepolo.fr - contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78
Société de gestion de portefeuilles agréée
par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)
sous le numéro GP 07-000019
AMF - www.amf-france.org

CRÉDIT PHOTO COUVERTURE :
UNSPLASH / Brent de Ranter

CONCEPTION ET RÉALISATION :
www.agencele6.com



p.4

ÉDITO

Restez investi est la meilleure des stratégies !

p.6

GESTION PRIVÉE

Avant la fin de l'année, pensez à verser dans un PER !

p.8

GESTION COLLECTIVE

Tiepolo Valeurs : un fonds d'opportunités

p.10

ZOOM SUR...

Air Liquide : un fleuron industriel et boursier français

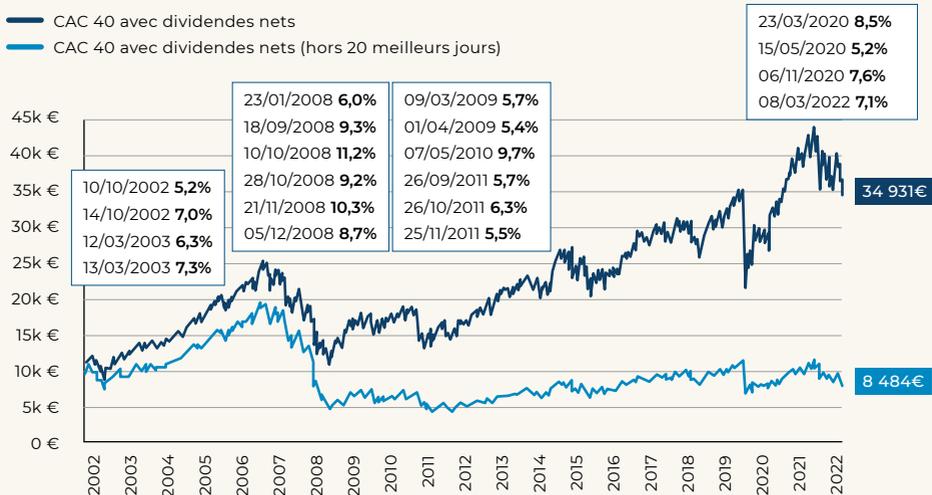
RESTER INVESTI EST LA MEILLEURE DES STRATÉGIES !

Les analystes de Tiepolo se sont livrés à un travail riche d'enseignements. Ils ont calculé la performance* de l'indice CAC40 dividendes réinvestis sur 20 ans en faisant abstraction des 20 meilleures séances boursières des 20 dernières années.

Les hausses ont varié entre +5,2% et +11,2% lors de ces 20 meilleures journées de bourse. Le résultat (présenté dans le graphique ci-dessous) parle de lui-même : sans ces 20 séances de forte hausse parmi plus de 5.000 sur les 20 dernières années, l'indice aurait affiché une performance négative de 15%, soit une performance annuelle moyenne de -0,8%. L'indice officiel, quant à lui,

affiche une hausse de 249%, soit +6,5% en moyenne annuelle sur les 20 ans. Fort de ce constat, nos analystes ont poussé plus loin l'exercice en enlevant les 10 séances de bourse les plus haussières. Le résultat est du même ordre : sans ces 10 séances, la performance de l'indice n'est que de 49% (soit +2% en moyenne annuelle) contre +249%.

Investissement de 10 000€ sur l'indice cac40 sur 20 ans, avec et sans les 20 meilleurs jours - Du 30/09/2002 au 30/09/2022





ROLAND
DE DEMANDOLX-DEDONS
Président

Un constat s'impose : il convient, pour tirer le meilleur profit des rendements offerts par la bourse, de rester continuellement investi afin de bénéficier de ces quelques séances exceptionnelles.

Nous avons également constaté que les séances de forte hausse se font souvent quand les marchés sont les plus nerveux. Ainsi, 12 des 20 plus belles séances des 20 dernières années se situent entre le 23 janvier 2008 et le 25 novembre 2011, période au cours de laquelle le CAC40 a cédé 29%. Plus encore, 4 de ces séances se sont produites au cours des 30 derniers mois, c'est-à-dire depuis le 20 mars 2020, début de la pandémie du COVID. L'envolée de plus de 4,2% de l'indice le 4 octobre dernier en est une bonne illustration.

Pour en revenir à l'environnement actuel, nous sommes dans une crise boursière classique durant laquelle la bourse anticipe, plusieurs mois à l'avance, une nette dégradation de la situation des entreprises alors que celles-ci continuent de publier de bons résultats, comme ce fut le cas au premier semestre 2022.

Si 2023 reste plein d'inconnues, le pire n'est jamais certain et l'analyse présentée ci-dessus confirme notre conviction que le temps joue en faveur de l'épargnant qui investit à long terme sur des sociétés de qualité, dûment choisies après un travail approfondi d'analyse financière et extra financière.

Bonne lecture !

* Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.

AVANT LA FIN DE L'ANNÉE, PENSEZ À VERSER DANS UN PER !

Issu de la loi PACTE adoptée en mai 2019, le PER (Plan d'Épargne Retraite) est venu assouplir et harmoniser les différents dispositifs de retraite par capitalisation (PERP, contrat Madelin, PERCO, Article 83). Nous mettons ici l'accent sur le PER individuel qui, compte tenu de son intérêt fiscal immédiat, peut constituer un placement très utile à réaliser avant la fin de cette année.

UN AVANTAGE FISCAL SUBSTANTIEL À L'ENTRÉE ET UNE IMPOSITION À LA SORTIE



Le PER individuel (ou PERin) vous permet de déduire de votre revenu imposable 100% des versements réalisés dans la limite de plafonds spécifiques. Compte tenu du barème de l'IR, le versement dans un PER est fortement recommandé pour les personnes imposées a minima à 30%.

Par exemple, pour un couple marié ayant un enfant à charge et dont le revenu imposable s'élève à 120 000 € (tranche marginale d'impôt de 30%), un versement de 10 000 € (qui respecte le plafond de versement) permet de réduire l'impôt de 3 000 € (10 000 € x 30%).

Les retraits sur un PER sont possibles uniquement lors de votre départ à la retraite, comme l'étaient les dispositifs de retraite mentionnés en introduction.

DES MODALITÉS DE SORTIE ASSOULIES



Avant la retraite

Le rachat anticipé d'un PER individuel est possible à tout moment pour les motifs suivants :

*Les informations ci-dessus ont été puisées aux meilleures sources, sont non contractuelles, données sauf erreurs ou omissions de notre part et ne sauraient engager notre responsabilité.



ROMAIN DELETTREZ
*Gérant de
portefeuilles*



ALEXIS REIGNERON
*Ingénieur
Patrimonial*

achat de votre résidence principale avec l'imposition du capital versé et des gains accumulés, invalidité, décès du conjoint, fin de droits aux allocations chômage ou situation de surendettement en exonération totale d'impôt.

Après le départ en retraite

La sortie en capital est possible sous la forme d'un rachat total ou de rachats partiels. C'est la grande différence avec les anciens dispositifs où la sortie s'effectuait seulement en rente viagère. Aucun âge limite de liquidation n'étant imposé, il est possible de conserver tout ou partie de votre épargne sur le PER jusqu'au décès et de la transmettre au(x) bénéficiaire(s) de votre choix à l'instar d'un contrat d'assurance vie. Le PER peut dès lors représenter un outil de transmission efficace, notamment au profit du conjoint car celui-ci est exonéré de droits de succession.

LA GESTION FINANCIÈRE DU PER

Les supports financiers accessibles dans le PER sont très larges :

- les fonds en euro à capital garanti,
- les fonds actions dont nos quatre fonds Tiepolo investis en actions françaises et

européennes, les fonds obligataires et monétaires.

TRANSFÉRABILITÉ DES PLANS EXISTANTS VERS LE PER

Nous vous invitons à étudier ensemble l'intérêt de transférer l'épargne constituée dans un PER extérieur, un PERP ou un contrat Madelin vers un PER à ouvrir par notre intermédiaire. Cela vous permettra de bénéficier d'une gestion financière dynamique, cohérente avec l'horizon long du PER (retraite) et de la sortie en capital. Le transfert peut concerner aussi les PERCO, Préfon, Corem et contrats « Article 83 » (retraites collectives supplémentaires d'entreprise).

En conclusion, le PER individuel est un excellent outil pour obtenir des revenus complémentaires à votre retraite.

Nous sommes à votre disposition pour valider avec vous l'opportunité d'ouvrir ou d'alimenter un PER et/ ou d'y transférer un plan existant. Il est préférable cependant de ne pas attendre la fin de l'année pour éviter « l'embouteillage » administratif.



TIEPOLO VALEURS UN FONDS D'OPPORTUNITÉS

Le temps est venu de faire un nouveau point à date sur notre fonds Tiepolo Valeurs. Un bref rappel tout d'abord sur la stratégie de gestion : ce fonds, investi en actions françaises, répond aux principes de gestion chers à Tiepolo. Les investissements sont réalisés pour le long terme (au minimum 5 ans).

Rechercher des opportunités ne signifie pas spéculer. Nous investissons dans des entreprises solides et gérées de façon pérenne. Les thèmes d'investissements collent à une recherche de tendances à long terme, en se méfiant des éventuels effets de mode. Pour ce faire, nous nous attachons à valider scrupuleusement un nombre important d'aspects financiers (analyse des comptes) mais aussi d'ordre stratégique, managérial et extra-financiers (comme développé ci-après). Nous n'investissons que dans des entreprises rentables, présentant un endettement mesuré et ayant une bonne capacité à résister à d'éventuels éléments exogènes comme des variations de prix de matières premières ou un ralentissement économique. Nous n'excluons rien a priori. Le fonds ne se voit pas limité à des secteurs en particulier et peut investir dans des sociétés de toutes tailles, même si les plus petites capitalisations sont plutôt

réservées à son petit frère, Tiepolo PME. Le fonds est investi en valeurs françaises, ce qui permet, notamment, une certaine proximité avec les équipes de direction. La cote parisienne est large et regorge de très belles entreprises, souvent détenues et/ou dirigées par les fondateurs. Les sociétés que nous qualifions de familiales représentent les deux tiers du portefeuille. Ceci leur confère une implication et un sérieux particulier, souvent gage de responsabilité.

Cette notion permet de rebondir sur l'avancée majeure de cette année, à savoir l'adoption en août dernier par le fonds de l'article 8 du règlement SFDR (pour «Sustainable Finance Disclosure Regulation»), règlement de l'Union Européenne qui impose la classification des produits financiers en fonction de leur intensité ESG (aspects Environnementaux, Sociaux et liés à la Gouvernance). L'article 8 indique que le fonds valide sa capacité à promouvoir ces caractéristiques. Loin de nous cantonner à reprendre les données extra-financières proposées par des cabinets spécialisés, nous avons créé notre propre référentiel interne, en fonction de critères qui nous sont chers et qui nous semblent avoir du sens. Chaque investissement effectif ou potentiel est analysé et évalué selon notre modèle propriétaire qui permet,



XAVIER MILVAUX
Gérant de portefeuilles



BENJAMIN RIVIERE
Gérant de portefeuilles

notamment, de nous assurer que la qualité du portefeuille est supérieure à celle de l'univers d'investissement. Cet outil constitue un filtre supplémentaire pour déceler de potentiels sujets pouvant impacter négativement les investissements du fonds. Tous nos travaux concordent à un seul objectif : la progression sur long terme du capital de nos clients. Ceci nous amène à la performance* actuelle. Les marchés sont difficiles et extrêmement volatils, ce qui est aisé à comprendre dans le contexte actuel (guerre en Ukraine, inflation, hausse des taux). De plus, les valeurs moyennes connaissent une sous-performance depuis 5 ans (-26% de performance relative du CAC Mid&Small comparé au CAC 40 entre le 31 décembre 2017 et le 30 septembre 2022), ce qui n'a pas aidé le fonds, constitué à 25% de capitalisations inférieures à 1 milliard €

et à 59% de capitalisations inférieures à 5 milliards €. Nous pensons cependant que nos sélections concourent à la formation d'un portefeuille de qualité et ou, susceptible de profiter de la reprise. Du reste, nous avons constaté une très belle hausse du fonds en juin 2020, lequel avait capté la totalité du rebond du marché après la phase la plus aiguë de la crise du COVID. Nous travaillons à ce que cela se vérifie de nouveau après la baisse actuelle.

Nous demeurons prudents. La visibilité reste réduite mais nous mettons toute notre rigueur et notre expérience au service des intérêts de nos clients.

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.

Données au 30/09/2022

5 premières positions	
Christian Dior	6,80%
Ipsos	5,30%
Sword	4,73%
SII	4,57%
ID Logistics	4,43%

Répartition sectorielle	
Industries	25,07%
Technologies	23,14%
Consommation discrétionnaire	19,94%
Biens de consommation de base	9,32%
Services de communication	7,87%

UN FLEURON INDUSTRIEL ET BOURSIER FRANÇAIS



Créée en 1902, **Air Liquide** est spécialisée dans la production, la commercialisation et la distribution de gaz à destination d'une grande variété de marchés finaux. La « Grande Industrie » (30% des ventes) exploite des unités de production de grande taille pour servir ses clients de la métallurgie, de la chimie, du raffinage et de l'énergie.

La division « Marchands Industriels » (40%) s'adresse quant à elle à des industries dont les besoins en volumes sont moindres (l'automobile, l'alimentaire et la pharmacie). Cependant, **Air Liquide** ne se contente pas de répondre aux seuls besoins du secteur industriel. Le groupe exploite ainsi l'intégralité des débouchés potentiels de ses gaz à travers une exposition aux secteurs électronique (9% des ventes) et à celui de la santé (16%), particulièrement dynamique depuis deux ans. Au plus fort de la crise sanitaire mondiale, plus de 300.000 bouteilles d'oxygène médical étaient en effet nécessaires pour traiter quotidiennement les patients souffrant d'une pathologie cardio-respiratoire liée ou non à la Covid-19.

Cette diversification sectorielle a permis à la société de contenir le repli de son chiffre d'affaires à -6,5% en 2020. Avec 30% de parts de marché, **Air Liquide** forme un quasi-duopole avec son grand rival allemand **Linde** qui détient, pour sa part, 34% d'un marché évalué à 80 milliards de dollars en 2020. De ce positionnement résultent des métriques financières exceptionnelles sur longue période : plus de 5% de croissance des

ventes (trois exercices en baisse seulement) et près de 7% de progression des bénéfices par action chaque année. Cela se traduit par une performance boursière annualisée supérieure à 9%, à laquelle il faut ajouter le rendement moyen du dividende proche de 2% par an.

Nous ne voyons aucune raison pour que cette trajectoire ne se poursuive pas. **Air Liquide** présente, aujourd'hui encore, de solides perspectives de croissance. En parallèle de ses métiers historiques, le groupe a enrichi son offre de nouvelles solutions pour servir des thématiques porteuses, parmi lesquelles la transition énergétique, l'hydrogène décarboné ou les technologies de pointe. Sa division « Marchés Globaux et Technologies » (3% du chiffre d'affaires) travaille tout particulièrement à remplacer les énergies fossiles pour le secteur automobile. Parmi les solutions évoquées, l'hydrogène est en plein essor. En 2021, le groupe avait d'ores et déjà conçu et installé 185 stations de distribution dans le monde. Il a également construit et démarré l'exploitation au Canada du plus grand électrolyseur à membrane échangeuse de protons (ou « PEM »), permettant de



SIMON
QUINOL-HERAUD
Analyste financier

convertir de l'électricité en hydrogène et d'en faciliter ainsi le transport. *Air Liquide* se place donc comme l'un des acteurs phares d'un marché en forte croissance qui pourrait atteindre 9.000 milliards d'euros d'ici 2050 selon Bank of America. Plus fondamental encore à nos yeux, le réseau de distribution dont dispose la société nous paraît crucial afin de transporter de l'hydrogène en grande quantité. *Air Liquide* nous semble de facto mieux positionnée que la plupart des spécialistes du secteur.

Force est de constater que cette société, bien connue et appréciée par les investisseurs pour la qualité de son modèle d'affaires, ne présente que très peu de faiblesses. Dans un contexte de hausse des taux et de ralentissement de l'activité économique, elle est actuellement pénalisée en bourse par un endettement qui représente près

d'une fois et demie l'excédent brut d'exploitation et par son exposition au secteur industriel (près de 70% des ventes). Pour autant, la visibilité sur les ventes nous rassure quant à la capacité du groupe à générer de façon durable des cash-flows. Ces flux garantissent un haut niveau de retour à l'actionnaire qui reçoit régulièrement des actions gratuites, à concurrence de 10% de ses positions existantes. La stabilité de la gouvernance, expérimentée et organisée autour de Benoît Potier, Président du Conseil d'Administration, devrait permettre de maintenir cette trajectoire, d'autant plus que la prise de poste du nouveau Directeur général, François Jackow, s'est passée sans heurt.

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.

Air Liquide en quelques chiffres

En millions d'euros	2021	2022(e)	2023(e)
Chiffre d'affaires	23 335	28 835	29 597
Marge opérationnelle	17,8%	16,2%	16,9%
Résultat net	2 572	3 000	3 290
Endettement net	11 168	10 877	10 321
PER (X)	28,1x	20,0x	18,5x

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO



ESQUISSE

N°43
OCTOBRE 2022

TIEPOLO

7, rue de Tilsitt 75017 Paris
contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78

Société de gestion de portefeuilles agréée par l'AMF

www.tiepolo.fr