

Valeur Intrinsèque Compte rendu de gestion 2018

Au 31 décembre 2018

Avertissement

Les performances du fonds Valeur Intrinsèque peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles des indices de marché, fournies ici à titre purement indicatif. Les informations contenues dans ce document ne constituent ni une recommandation ni une proposition d'achat ou de vente et n'ont pas vocation à être exhaustives, Fourpoints IM n'est pas responsable de leur utilisation éventuelle à des fins transactionnelles ou dans tout autre but. Elles ne reflètent que l'opinion et l'analyse de Fourpoints IM au moment de leur rédaction.

Fourpoints IM peut être conduit à tout moment et pour quelque raison que ce soit, à procéder à des opérations de cessions et/ou d'achats sur le portefeuille ici présenté sans devoir modifier en quoi que ce soit le présent document ou en avertir les destinataires.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Avant toute souscription, les investisseurs doivent prendre connaissance des documents réglementaires en vigueur ; le DICI et le prospectus dans lesquels est détaillé le profil de risque de l'OPCVM évoqué dans ce document, sont disponibles sur le site www.fourpointsim.com.

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée ou l'altération des logos, analyses, graphiques ou textes figurant sur ce document sont interdites, sans l'accord préalable de Fourpoints IM.

"A value strategy is of little use to the impatient investor since it usually takes time to pay off." – Seth Klarman

Cher Investisseur, Cher Partenaire,

En 2018, la performance de la part P du fonds Valeur Intrinsèque aura été de -18,7%, contre -4,1% pour le MSCI World dividendes réinvestis en Euro. Pour des données plus complètes concernant la performance du fonds, en particulier sur longue période, nous vous invitons à consulter la page 1 de ce rapport.

Début 2018, nous vous avons fait part dans notre compte rendu de gestion 2017 de notre malaise quant au niveau atteint par les principaux indices boursiers. Nous ne faisons dans ce rapport que constater que les signaux de surchauffe boursière commençaient à se multiplier et à clignoter de manière de plus en plus inquiétante. Peu enclins à l'art incertain du « forecasting », nous avons limité notre propos à ce constat factuel dont la pertinence aura été validée par les très fortes turbulences boursières de la fin d'année 2018. Pour autant, et bien que les faits nous aient donné raison, notre fonds aura connu une année 2018 bien difficile.

Ce décalage entre nos propos, début 2018, et la performance du fonds pendant l'exercice écoulé, est une conséquence directe de l'application de notre processus de gestion. Nous ne gérons pas le portefeuille de Valeur Intrinsèque sur la base d'anticipations boursières globales ou macro-économiques mais uniquement en fonction des opportunités d'investissement, titre par titre, que les marchés financiers mettent le cas échéant à notre disposition.

En 2018, nous avons pu saisir quelques nouvelles opportunités mais elles ont été rares. Ayant dans le même temps cédé plusieurs valeurs dont le cours de Bourse nous paraissait trop élevé, nous n'avons finalement pas eu d'autre choix que de conserver une poche de liquidités importante. Celle-ci résultant donc uniquement de la pénurie de bonnes affaires à saisir sur les marchés, et pas du tout de ce malaise dont nous parlions plus haut quant à l'état des marchés financiers.

Dans un tel contexte, et avec un taux d'exposition aux marchés actions de seulement 70% et une méthode de sélection très disciplinée, d'aucuns auraient pu attendre de notre fonds un comportement plus "défensif". Or en 2018, la baisse de la valeur liquidative de notre fonds a été plus forte que celle des grands indices.

A cette occasion, rappelons que notre gestion n'a jamais visé à surperformer en phase de baisse boursière. Si nous cherchons à préserver le capital confié par nos investisseurs c'est uniquement sur le long terme, à court terme nous ne cherchons ni à maîtriser la volatilité du fonds ni à en réduire les "drawdowns". Volatilité et "drawdowns" ne font d'ailleurs partie ni de notre tableau de bord de suivi du fonds ni de nos objectifs ou contraintes de gestion (voir "Principes de notre gestion", en annexe).

Quoi qu'il en soit le principal contributeur à la sous-performance du fonds en 2018 aura été son exposition au secteur des services à l'exploration-production d'énergie fossile offshore, à travers quatre valeurs présentes dans le portefeuille depuis 2015 : Diamond Offshore Drilling, Rowan Companies PLC, Subsea 7, et Transocean. Sommes-nous déçus du parcours économique et boursier de ces sociétés sur les trois dernières années ? Indéniablement. Aurions-nous pu

mieux « timer » nos investissements ? Peut-être, mais il est toujours plus facile rétrospectivement de comprendre pourquoi telle décision aurait été supérieure à telle autre. Ces valeurs traitent aujourd'hui à des niveaux de cours de bourse qui, eu égard à leurs fondamentaux, nous semblent toujours refléter des décotes excessives. Nous reviendrons plus en détail, une fois ces titres cédés, sur cette incursion pour l'instant boursièrement peu convaincante dans le secteur para-énergétique.

Avant de conclure cette lettre, soulignons que malgré la forte baisse de la bourse en fin d'année 2018, la plupart des signaux que nous avons identifiés dans notre rapport 2017 sont encore au rouge. Avec un tel éclairage, le fait que les dépôts et liquidités représentent aujourd'hui près de 30% du portefeuille devrait constituer un atout, en donnant au fonds les moyens de saisir en 2019 les « bonnes affaires » que la recrudescence de la volatilité des marchés devrait produire.

Enfin nous ne pouvions pas terminer cette lettre sans revenir brièvement sur la fusion-absorption, en fin d'année, de Pastel & Associés, gestionnaire historique du fonds Valeur Intrinsèque, par Fourpoints, société franco-américaine de gestion de portefeuille spécialisée dans l'investissement en actions internationales.

Les deux sociétés ont décidé de se rapprocher pour mettre en commun leurs moyens concernant l'administration, la réglementation et la relation aux investisseurs/prescripteurs. La fusion a été organisée de telle manière que les identités respectives de chacune des deux équipes de gestion soient préservées. Ainsi chacune des deux équipes continuera-t-elle à fonctionner de manière autonome, avec des analystes-gérants dédiés et des processus de détection, d'analyse et de décision qui resteront spécifiques à chaque fonds. La gestion de Valeur Intrinsèque restera donc inchangée. En revanche l'ensemble ainsi constitué sera plus pérenne, grâce aux synergies opérationnelles déjà évoquées, mais surtout grâce à un encours total sous gestion plus important et reposant sur une base d'investisseurs plus diversifiée.

Nous espérons que ce compte rendu annuel répondra aux attentes et interrogations qu'en tant que porteurs à long terme de parts de notre fonds vous pouvez avoir. C'est en tout cas dans cet esprit que toute l'équipe de Valeur Intrinsèque a participé à sa rédaction.

En vous souhaitant une excellente année 2019,

Damien Audoyer et David Pastel

Table des matières :

I. Performances boursières du fonds Valeur Intrinsèque depuis sa création.....	1
II. Bilan et compte de résultat du fonds Valeur Intrinsèque en 2018 – Eléments	2
III. Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 31 décembre 2018	3
III.1. Inventaire, répartitions sectorielle et par capitalisation boursière.....	3
III.2. Exposition au risque de change.....	5
IV. Evolution du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque en 2018	6
IV.1. Principales opérations de la période	6
IV.2. Données relatives à la rotation du portefeuille en 2018.....	8
IV.3. Attribution de performance.....	8
IV.4. Post-mortems	9
V. Perspectives.....	12
VI. Annexes	14
VI.1. Performances boursières historiques du fonds Margin of Safety Fund	14
VI.2. Principes de notre gestion.....	15
VI.3. Charte du porteur de parts	17

Nota Bene :

Les données chiffrées sont fournies ici sous réserve de leur validation prochaine par les commissaires aux comptes de notre fonds.

I. Performances boursières du fonds Valeur Intrinsèque depuis sa création

Données en pourcentage

	Valeur Intrinsèque (part P)	MSCI World (EUR) dividendes réinvestis	Différence
2001	14,8	(14,9)	29,7
2002	(22,1)	(32,0)	9,9
2003	32,9	10,7	22,2
2004	16,3	6,5	9,8
2005	14,5	26,2	(11,7)
2006	13,2	7,4	5,8
2007	(11,3)	(1,7)	(9,6)
2008	(38,1)	(37,6)	(0,5)
2009	57,2	25,9	31,3
2010	19,7	19,5	0,2
2011	(17,4)	(2,4)	(15,0)
2012	22,6	14,0	8,6
2013	26,8	21,2	5,6
2014	(3,1)	19,5	(22,6)
2015	(16,6)	10,4	(27,0)
2016	31,8	10,7	21,1
2017	8,4	7,5	0,9
2018	(18,7)	(4,1)	(14,6)
Performance cumulée	123,4%	73,3%	
Performance annualisée	4,7%	3,2%	

Création du fonds le 6 juin 2001

Les performances des autres parts sont disponibles sur notre site internet www.pastel.fr.

II. Bilan et compte de résultat du fonds Valeur Intrinsèque en 2018 – Eléments

Tableau 1 : Décomposition de l'évolution de l'actif du fonds par facteurs (données en millions d'euros), toutes classes confondues

Actif net 29.12.17	+/- values réalisées	Dividendes nets	Frais de gestion	Autres frais	Trésorerie (revenus/coûts)	Variation +/- values latentes	Souscriptions / rachats	Actif net 31.12.18
140,4	-0,5	1,3	-2,1	-0,1	-0,1	-19,7	-34,8	84,4

Aucune commission de surperformance n'a été provisionnée ni prélevée sur la période.

En 2018, le nombre de parts en circulation est passé de 47 998 parts à 35 872 parts (toutes classes confondues).

Tableau 2 : Compte de résultat du fonds – impact respectif des titres et des devises (données en millions d'euros)

Titres		Impact des devises hors couverture	Impact de la couverture de change	Impact net des devises
+/- values réalisées titres	Var +/- value latentes titres			
4,2	-21,8	2,8	-5,3	-2,5

L'impact respectif des titres et des devises sur le compte de résultat du fonds s'entend toutes classes confondues.

III. Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 31 décembre 2018

III.1. Inventaire, répartitions sectorielle et par capitalisation boursière

Tableau 3 : Inventaire

Devise	Valeur	Quantité	PRU*	Cours	% +/- value (en devise)	% +/- values (en euros)	Valeur boursière (en euros)	% Actif net
EUR	Randstad N.V.	36 100	37,13	40,09	8,0%	8,0%	1 447 249	1,7%
	Sodexo	41 000	85,64	89,50	4,7%	4,7%	3 669 500	4,3%
	Thermador Groupe	27 738	36,39	44,50	22,3%	22,3%	1 234 341	1,5%
						8,5%	6 351 090	7,5%
GBP	Next Group Plc	64 393	46,17	39,91	-13,6%	-18,9%	2 863 266	3,4%
	Serco Group Plc	2 350 000	0,86	0,96	11,2%	10,1%	2 503 036	3,0%
						-7,6%	5 366 302	6,4%
NOK	Subsea 7	837 807	76,87	84,28	9,6%	0,9%	7 133 262	8,5%
						0,9%	7 133 262	8,5%
USD	Deere & Company	31 150	86,13	149,17	73,2%	96,4%	4 064 773	4,8%
	Diamond Offshore Drilling Inc	782 505	14,86	9,44	-36,5%	-37,0%	6 461 835	7,7%
	Jefferies Financial Group	223 962	24,79	17,36	-30,0%	-20,6%	3 401 111	4,0%
	Loews Corporation	107 800	47,67	45,52	-4,5%	-1,4%	4 292 574	5,1%
	Markel Corp.	6 350	965,49	1038,05	7,5%	3,3%	5 766 188	6,8%
	Mohawk Industries	18 500	137,73	116,96	-15,1%	-14,9%	1 892 805	2,2%
	Rowan Companies plc	496 133	15,20	8,39	-44,8%	-44,7%	3 641 303	4,3%
	Transocean Ltd	429 486	15,36	6,94	-54,8%	-56,0%	2 607 386	3,1%
						-22,2%	32 127 976	38,0%
CAD	Fairfax Financial Holdings Ltd	15 725	624,75	600,98	-3,8%	-7,4%	6 052 911	7,2%
						-7,4%	6 052 911	7,2%
						Total actions	57 031 541	67,6%
						Liquidités	27 360 710	32,4%
						Actif net	84 392 251	100,0%

* Prix de revient unitaire, en devise de cotation.

Tableau 4 : Répartition sectorielle

Pour mémoire, cette répartition sectorielle ne résulte pas d'une décision a priori d'allocation sectorielle. C'est simplement le résultat de notre approche "bottom-bottom".

Secteurs	Répartition
Services para-énergétiques	23,6%
Diamond Offshore Drilling Inc	
Rowan Companies plc	
Subsea 7	
Transocean Ltd	
Holdings	23,1%
Fairfax Financial Holdings Limited	
Jefferies Financial Group	
Loews Corporation	
Markel Corp.	
Services externalisés	9,0%
Randstad N.V.	
Serco Group plc	
Sodexo	
Biens d'équipement	4,8%
Deere & Company	
Construction - Rénovation	3,7%
Mohawk Industries	
Thermador Groupe	
Distribution de détail non alimentaire	3,4%
Next Group plc	
Liquidités (€)	32,4%

Tableau 5 : Répartition par capitalisation boursière

Capitalisation boursière	% Actif Net
Inférieure à 500 M €	1,5%
Entre 500 M € et 2 Mds €	14,9%
Entre 2 Mds € et 10 Mds €	22,9%
Supérieure à 10 Mds €	28,3%
Trésorerie	32,4%

III.2. Exposition au risque de change

Suite à l'application, effective au 1^{er} janvier 2018, par l'AMF de l'avis formulé par l'AEMF (ESMA), les politiques de couverture de change doivent désormais être mises en œuvre de manière systématique en s'assurant que la couverture ne s'éloigne pas de +/-5% par rapport à l'objectif de couverture figurant dans le prospectus de l'OPCVM concerné. Pour les parts P et I du fonds Valeur Intrinsèque, le taux de référence a été fixé à 100% (cf. prospectus consultable sur www.pastel.fr).

Cette politique de couverture systématique à 100% n'est généralement appliquée qu'aux expositions en devises supérieures à 5% du portefeuille, en conformité avec la nouvelle doctrine réglementaire en la matière ainsi qu'avec le prospectus du fonds.

Tableau 6 : Taux de couverture du risque de change

Devise de référence	Valeur Intrinsèque
	Euro
USD	99,9%
GBP	98,9%
CAD	97,4%
NOK	97,0%

IV. Evolution du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque en 2018

IV.1. Principales opérations de la période

- Cession totale ou partielle de positions : American Express (Etats-Unis), Bed Bath & Beyond (Etats-Unis), Debenhams (Royaume-Uni), Deere (Etats-Unis), Jefferies Financial Group (Etats-Unis), Tenaris (Luxembourg), Ternium (Luxembourg) et TGS Nopec (Norvège).
- Constitution/renforcement de positions : Diamond Offshore (Etats-Unis), Fairfax Financial (Canada), Loews Corp (Etats-Unis), Mohawk Industries (Etats-Unis), Rowan Companies (Etats-Unis), Serco Group Plc (Royaume-Uni), Sodexo (France) et Subsea 7 (Norvège).
- A noter également qu'une position en AA plc (Royaume-Uni) a été constituée puis cédée au cours de l'année 2018.
- Position "cash" relativement stable à 32,4% du portefeuille au 31 décembre 2018 contre 33,4% à fin 2017.

Tableau 7 : Portefeuilles comparés

Au 29 décembre 2017			Au 31 décembre 2018		
Devise	Valeur	% AN	Devise	Valeur	% AN
EUR	Randstad N.V.	1,8%	EUR	Randstad N.V.	1,7%
	Thermador Groupe	1,5%		Sodexo	4,3%
		3,2%		Thermador Groupe	1,5%
				7,5%	
GBP	Debenhams Plc	0,7%	GBP	Next Group Plc	3,4%
	Next Group Plc	2,8%		Serco Group Plc	3,0%
		3,5%			6,4%
NOK	Subsea 7	5,8%	NOK	Subsea 7	8,5%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	1,8%			8,5%
		7,7%			
USD	American Express	3,1%	USD	Deere & Company	4,8%
	Bed Bath & Beyond Inc	1,4%		Diamond Offshore Drilling Inc	7,7%
	Deere & Company	6,2%		Jefferies Financial Group	4,0%
	Diamond Offshore Drilling Inc	9,6%		Loews Corporation	5,1%
	Jefferies Financial Group	5,8%		Markel Corp.	6,8%
	Loews Corporation	4,3%		Mohawk Industries	2,2%
	Markel Corp.	5,1%		Rowan Companies plc	4,3%
	Rowan Companies plc	5,2%		Transocean Ltd	3,1%
	Tenaris	1,9%			38,0%
	Ternium SA	1,7%			
	Transocean Ltd	3,6%			
		47,9%			
	CAD	Fairfax Financial Holdings Limited		4,4%	CAD
		4,4%		7,2%	
Total actions		66,6%	Total actions		67,6%
Liquidités		33,4%	Liquidités		32,4%

IV.2. Données relatives à la rotation du portefeuille en 2018

Warren Buffett aime à définir la bourse comme étant un mécanisme de redistribution des richesses, des investisseurs les plus actifs en direction des investisseurs les plus patients.

Le tableau qui suit vise à aider le lecteur de ce compte rendu à nous classer dans l'une ou l'autre de ces catégories.

A toutes fins utiles, nous avons aussi calculé le taux de rotation du portefeuille selon la méthode dite AMF-AFG, lequel s'élève à 22,1%.

Tableau 8 : Calcul du taux de rotation – Éléments (données en millions d'euros)

Actif net moyen quotidien	Achats de titres	Ventes de titres	Souscriptions	Rachats
126,4	29,7	50,9	9,0	43,8

IV.3. Attribution de performance

Tableau 9 : Principaux contributeurs / détracteurs

Principaux contributeurs		Principaux détracteurs	
AA plc	0,8%	Diamond Offshore Drilling	-3,7%
Ternium	0,5%	Rowan Companies plc	-2,5%
Tenaris	0,4%	Subsea 7	-2,2%
Serco Group Plc	0,2%	Jefferies Financial Group	-1,5%
Sodexo	0,1%	Transocean Ltd	-1,3%
Total	2,0%	Total	-11,2%

Les performances ont été calculées hors distributions de dividendes ordinaires.

Les calculs d'attribution de performance ont été effectués par nos soins selon des méthodes qui nous sont propres. Leurs résultats pourraient donc différer de ceux provenant d'autres sources.

IV.4. Post-mortems

IV4i. American Express et Bed Bath & Beyond : deux géants aux pieds d'argile ?

Longtemps présentes dans nos portefeuilles, ces deux entreprises opérant dans des secteurs d'activités complètement distincts ont été confrontées à des défis majeurs résultant entre autres de l'irruption d'internet dans leur cœur d'activité. Et leurs réponses respectives, bien que très différentes, nous ont conduits à remettre en question notre thèse d'investissement et à céder en 2018 ces deux positions.

Pour mémoire, Bed Bath & Beyond est un distributeur américain de produits pour la maison (décoration, linge de maison, petit mobilier...). Numéro 1 dans son secteur, connu comme un des premiers « category killers » (assortiment très large, prix bas), nous y avons investi pour une constellation de raisons dont des positions locales très fortes, des parts de marché élevées, une gestion de ses coûts qui en faisait un des meilleurs de son secteur, un bilan très sain, une équipe de direction expérimentée et des actionnaires-fondateurs encore présents au conseil d'administration. Sans omettre un cours de bourse qui nous semblait en 2014 décoté par rapport à la valeur intrinsèque moyenne du groupe.

Dans un premier temps (2012-2015), Bed Bath & Beyond a choisi de rester concentré sur son modèle de distribution physique ("bricks and mortar"), et de retourner le plus de cash possible aux actionnaires tout en continuant à renforcer sa base de magasins. C'est la stratégie qu'a aussi adoptée avec succès TJX mais que Bed Bath & Beyond a pour de multiples raisons échoué à reproduire. Après avoir racheté un pourcentage élevé de ses titres très cher en s'endettant, le discours et la stratégie du groupe ont négocié un virage graduel en faveur de la distribution en ligne s'appuyant sur un réseau physique de magasins. Insuffisamment radicale et exécutée trop progressivement, cette transformation toujours en cours ne nous a pas convaincus, d'autant que dans le même temps de nouveaux concurrents purement « en ligne » étaient apparus et avaient réussi en quelques années à prendre des parts de marché significatives.

American Express est quant à lui le leader mondial en matière de cartes de paiement différé, avec un contrôle de sa chaîne de création de valeur presque unique, contrôlant souvent à la fois le point de vente ("merchant") et le porteur de carte. A la différence de Visa ou de Mastercard, American Express dispose d'un accès direct et centralisé aux dépenses effectuées à l'aide de ses cartes, permettant d'offrir à ses clients-commerçants des outils marketing que ses concurrents peuvent difficilement proposer. Enfin s'appuyant sur une marque reconnue, American Express a réussi à exporter son modèle en l'ouvrant aux banques d'abord étrangères puis maintenant américaines. Notre investissement a reposé sur la combinaison des facteurs suivants : un fossé concurrentiel ("moat") constitué par une première base de porteurs de cartes relativement fidèle et étendue, complétée par une seconde base de commerçants armés de terminaux de lecture de carte, le contrôle de la chaîne de création de valeur, des ratios financiers excellents, une équipe de direction expérimentée et un actionnaire de long terme en la personne de Warren Buffett, et enfin un cours de bourse très raisonnable par rapport aux fondamentaux de la société.

Depuis de nombreuses années, la direction d'American Express est confrontée à un dilemme stratégique fondamental : croître pour rester profitable et pertinent dans un marché du paiement très dynamique en réduisant le poids de la carte à paiement différé dans le business mix, ou rester principalement un émetteur de cartes à paiement différé sans pour autant renoncer à la croissance.

La direction d'American Express semble avoir d'abord fait le choix de croître dans son activité d'origine en essayant d'augmenter son taux d'acceptation auprès des commerçants, et ce principalement en abaissant son taux de commissionnement. Mais très vite, cette stratégie de croissance coûteuse a conduit le groupe à développer, et ce dès

le milieu des années 1990, une activité de cartes de crédits, plus consommatrice de capitaux et plus risquée mais aussi très rémunératrice et donc à même de compenser les conséquences de la baisse tendancielle du taux de commissionnement. Le bilan d'American Express s'est ainsi alourdi au fil des ans. Et il nous a semblé que cette évolution risquait de mettre en danger le groupe alors que son cœur d'activité devenait de plus en plus concurrentiel du fait, là encore, de l'émergence d'acteurs en ligne, disruptifs et extrêmement agressifs.

Le bilan de nos investissements dans American Express et Bed Bath & Beyond est contrasté : très profitable pour le premier, perdant pour le second. La chance a probablement été de notre côté dans le premier cas, mais à l'avenir nous éviterons les dossiers où le risque de crédit est trop présent et le bilan trop dépendant de sources de financement externes, source de fragilité en période de crise.

Pour Bed Bath & Beyond, pour reprendre l'expression biblique, « l'écrit était sur le mur ». L'inertie initiale de la direction de Bed Bath & Beyond face au risque internet ainsi que des rachats d'actions trop chers et à crédit auraient dû nous servir de "warning signs", et nous nous tiendrons désormais à l'écart autant que possible de telles situations.

IV4ii. Ternium et Tenaris

Ternium et Tenaris sont deux sociétés "sœurs" détenues majoritairement par le groupe industriel italo-argentin Techint, géré par la famille Rocca. Ternium regroupe les activités sidérurgiques du groupe tandis que Tenaris fabrique des tuyaux en acier. Ce sont nos investissements dans leurs concurrents respectifs ArcelorMittal et Vallourec qui, s'ils se sont révélés très décevants en termes de performance (cf Compte Rendu de Gestion 2016), nous auront permis de découvrir ces deux sociétés de grande qualité en 2015.

Ternium et Tenaris faisaient partie de notre "panier" d'investissements dans les secteurs minier et sidérurgique. Pour mémoire, notre thèse d'investissement à l'époque (2014-2015) reposait essentiellement sur le fait que le « cycle du capital », pour reprendre l'expression d'Edward Chancellor dans son ouvrage sur le Marathon Fund, allait à terme se retourner dans ces secteurs. Et les hausses des cours de bourse qui résulteraient de ce retournement élimineraient la sous-valorisation de ces sociétés présente au moment de nos investissements. C'est ce qui s'est produit en 2016, réduisant alors considérablement notre marge de sécurité et nous conduisant à céder ces positions. A l'exception de Ternium et Tenaris pour lesquelles notre thèse d'investissement initiale ne consistait pas uniquement en une anticipation de « rattrapage » de valeur.

Les valorisations boursières de ces deux sociétés au moment de nos premiers investissements n'étaient d'ailleurs pas vraiment bon marché. Ainsi, si nous avons pu investir dans Ternium avec une légère décote sur sa valeur d'actif net, nous avons acquis nos titres Tenaris en payant une prime de plus de 60% sur sa valeur d'actif net. Bien loin donc des décotes de l'ordre de 50% qui nous avaient attirés chez leurs pairs. Le terme "pairs" ne paraît du reste pas adapté ici, tant les performances économiques et la qualité du bilan de Ternium et Tenaris étaient supérieures à celles de leurs concurrents. Sans doute en grande partie grâce à la très bonne gestion de la famille Rocca, notamment en termes d'allocation des capitaux.

Par exemple, Ternium possède des parts de marché locales très fortes dans les quelques pays où elle est implantée (au Mexique et en Argentine notamment). Une stratégie différente d'ArcelorMittal qui, bien que leader mondial, n'est pas vraiment concentré localement, ayant préféré croître par acquisitions répétées sur de nouveaux marchés. Cela se traduit pour Ternium par des marges opérationnelles jusqu'à deux fois plus importantes historiquement et un endettement très faible pour un acteur de ce secteur. Ce parallèle n'est pas sans rappeler notre préférence pour Vicat par rapport à Lafarge, lors d'un investissement passé dans le secteur cimentier.

De son côté, Tenaris a pu affronter une baisse de près de 60% de son chiffre d'affaires en deux ans, suite aux baisses conjuguées des prix du baril et de l'acier, tout en continuant à générer de la trésorerie opérationnelle. Forte en outre de plus d'un milliard de dollars de trésorerie nette au moment de notre investissement, la société a pu continuer à investir en bas de cycle tout en payant un dividende confortable. Dans le même temps Vallourec, pourtant moins exposé au secteur de l'énergie fossile, devait faire appel au marché pour se refinancer.

Finalement, malgré un niveau d'entrée moins favorable que pour d'autres, nos investissements dans Ternium et Tenaris ont été très bénéfiques à la performance du fonds. Ici notre marge de sécurité, un des piliers de notre méthodologie de gestion, reposait d'abord sur la grande qualité de ces sociétés. Faut-il le rappeler, la marge sécurité n'est pas seulement un concept quantitatif reposant sur le rapport du prix à la valeur. La dimension qualitative de la marge de sécurité peut se révéler dans certains cas encore plus pertinente, comme l'atteste le succès de nos opérations dans Ternium et

Tenaris. Pour autant, c'est bien parce que la marge de sécurité quantitative s'était réduite suite à la forte hausse des cours de Bourse de ces deux valeurs que celles-ci ont été cédées en 2018.

V. Perspectives

Le portefeuille du fonds continuera à être géré en 2019 selon l'approche de gestion développée et appliquée par l'équipe de gestion depuis décembre 1997. Sur longue période, cette approche a fait ses preuves et nous sommes confiants dans le potentiel de rentabilité qu'elle présente, à long terme, pour nos fonds et leurs porteurs de parts. Quant à la performance de nos fonds en 2019, nous n'en aurons une idée précise que le 1^{er} janvier 2020. Entre temps, nous nous concentrerons sur l'application disciplinée de notre processus d'investissement sans perdre de temps ni d'énergie à essayer de deviner quelle sera la performance de nos fonds, des marchés financiers ou de l'économie en général sur l'année qui vient de commencer.

VI. Annexes

VI.1. Performances boursières historiques du fonds Margin of Safety Fund

Premier fonds créé par les gérants de Valeur Intrinsèque, Margin of Safety Fund a été clôturé début juin 2018. Cette SICAV luxembourgeoise à destination d'investisseurs en dollars était gérée avec la même méthodologie que Valeur Intrinsèque (ses encours étaient d'ailleurs investis à plus de 90% dans Valeur Intrinsèque depuis avril 2013). Il nous semble donc instructif de faire figurer ici ses performances historiques.

Le processus de clôture de la SICAV ayant été engagé début 2018, ses performances sur les premiers mois de l'année ne nous paraissent pas être représentatives. Nous n'avons donc indiqué ses performances que jusqu'à fin 2017.

Données en pourcentage

	Margin of Safety Fund (part P)	MSCI World (USD) dividendes réinvestis	Différence
1998	2,5	21,0	(18,5)
1999	42,0	24,9	17,1
2000	15,1	(13,2)	28,3
2001	5,7	(16,8)	22,5
2002	(13,4)	(19,9)	6,5
2003	43,8	33,1	10,7
2004	23,9	14,7	9,2
2005	5,3	9,5	(4,2)
2006	20,9	20,1	0,8
2007	(4,0)	9,0	(13,0)
2008	(40,1)	(40,7)	0,6
2009	69,9	30,0	39,9
2010	16,2	11,8	4,4
2011	(19,7)	(5,5)	(14,2)
2012	20,8	15,8	5,0
2013	31,2	26,7	4,5
2014	(8,8)	4,9	(13,7)
2015	(20,8)	(1,8)	(19,0)
2016	29,8	7,5	22,3
2017	15,7	22,4	(6,7)
Performance cumulée	445,6%	212,8%	
Performance annualisée	8,9%	5,9%	

Création de la SICAV le 2 février 1998.

LES PRINCIPES DE NOTRE GESTION

Le processus de gestion de Valeur Intrinsèque, purement fondamental, consiste à investir dans un nombre réduit d'entreprises cotées, sélectionnées à partir d'une analyse approfondie de leur valeur économique et des perspectives de retour sur investissement qu'elles offrent à long terme. Ce processus vise un double objectif : la préservation à long terme du capital investi par ses fonds et, dans le même temps, l'appréciation significative sur longue période de la valeur de part. Si sur longue durée, le fonds Valeur Intrinsèque a pu atteindre ces objectifs, l'application par ses gérants, dès la création de la société, des principes de gestion suivants n'y est sans doute pas étrangère.

Indépendance

- Pour surperformer, il est indispensable d'être le plus souvent hors-consensus. Par ailleurs, essayer d'estimer où se situe sur tel ou tel actif le consensus de place peut conduire souvent à y adhérer ou en tout cas à le laisser influencer sur la prise de décision. C'est pourquoi dès sa création, les gérants du fonds ont développé leurs propres outils de détection, d'analyse financière et de prise de décision. Cette indépendance par rapport au système boursier se traduit par des investissements qui, ex-post se révèlent souvent hors-consensus sans avoir ex-ante été sélectionnés sur cette base.

Temps et patience

- Qui peut prétendre réussir en bourse, à toujours acheter ou vendre au meilleur moment et au meilleur prix ? Ce n'est, quoi qu'il en soit, généralement pas le cas pour le fonds Valeur Intrinsèque. Et comment pourrait-il en être autrement ? Le consensus de place, la plupart du temps défavorable, notamment en cas d'achat, met des mois, sinon des années à s'inverser. Il aura fallu, entretemps, s'armer de patience et "donner du temps au temps".
- Le temps peut être l'allié ou l'adversaire du gérant. Pour pouvoir dans un futur plus ou moins lointain récolter les fruits d'un investissement, encore faut-il que celui-ci n'ait pas entretemps succombé aux nombreuses crises qu'il rencontrera inévitablement sur sa route. On veillera donc à éviter les sociétés à la constitution trop fragile, trop endettées, ou sujettes à une obsolescence, entre autres, technologique ou réglementaire.

Prix, valeur intrinsèque et risque

- Le prix de marché d'un actif n'est pas une source d'information fiable quant à la valeur de cet actif, mais uniquement un "niveau de compensation" auquel il est possible soit de l'acheter, soit de le vendre. Un indicateur beaucoup plus pertinent est la valeur d'usage de l'actif, ou sa valeur intrinsèque. C'est-à-dire, ce qu'il sera possible d'en retirer demain, actualisé à aujourd'hui. Dans certains cas, une approche à partir des "free cash flows" sera privilégiée. Dans d'autres, on donnera plus de poids au compte de résultat ou, encore, à l'actif net réévalué.
- Un actif n'a pas de valeur intrinsèque précisément définie, mais plutôt une série de valeurs intrinsèques possibles. Le travail d'évaluation des gérants du fonds Valeur Intrinsèque consiste à préciser au mieux les bornes, si elles existent, de cet intervalle de valeurs, et leurs différentes probabilités subjectives de réalisation.
- Les gérants considèrent que la volatilité est un allié. Plutôt que de la craindre, on préfère l'exploiter pour saisir les opportunités qu'elle fait naître. Ni la volatilité, inévitable quand on investit en bourse, ni d'autres variables tels que

le ratio de "Sharpe", de "Treydor" ou le "max-drawdown" ne préoccupent les gérants de Valeur Intrinsèque. Ceux-ci préfèrent rester concentrés sur le niveau de risque de chaque investissement en portefeuille : à savoir la possibilité de perdre durablement une part significative du capital investi.

- Le bon sens enseigne qu'il ne faut pas "mettre tous ses œufs dans le même panier". Cependant, les paniers solides et durables étant rares, le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque est plutôt concentré, avec le plus souvent moins de 30 positions différentes en actifs risqués.

Marges de sécurité

- Le futur est un, mais le champ des possibles est pluriel. Plutôt que de chercher à prévoir l'imprévisible, les gérants de Valeur Intrinsèque s'efforcent d'estimer l'impact sur la valeur de l'actif qu'aurait la réalisation des scénarii les plus pessimistes. Et de n'investir que lorsque la perte possible, en cas de réalisation de tels scénarii, est nulle ou relativement peu importante. En pratique, il s'agit, dans la plupart des cas, d'acheter un actif lorsque son prix est inférieur ou égal à la borne inférieure de l'intervalle de ses valeurs intrinsèques possibles.
- La sous-valorisation d'un actif ne constitue pas une condition suffisante pour y investir. Il est indispensable d'avoir, au préalable, vérifié la présence d'un ou de plusieurs facteurs qualitatifs favorables (ou forces de rappel) tels que:
 - Une direction et un conseil d'administration qui excellent à répartir de manière rationnelle les capitaux mis à la disposition de l'entreprise entre réinvestissement organique, croissance externe, versement de dividendes et rachat d'actions.
 - Une direction et un conseil d'administration qui cherchent à obtenir un juste équilibre entre génération et croissance des profits à court terme et réinvestissement à long terme dans l'activité de l'entreprise.
 - Une culture d'entreprise forte et bien identifiable où par exemple la maîtrise des coûts, l'innovation, la nécessité de constamment se réinventer ou encore la qualité des produits ou services fournis occupent une place prépondérante.
 - L'existence d'avantages concurrentiels durables bien identifiés ("pricing power", contrôle de la distribution, réputation, clientèle quasi-captive, "criticalité" pour l'acheteur des produits et services offerts, pourcentage de chiffre d'affaires récurrent élevé, ...).
 - ...

VI.3. Charte du porteur de parts

CHARTE DU PORTEUR DE PARTS

"Si vous n'êtes pas prêts à détenir une action pendant 10 ans, alors ne l'achetez pas, même pour ne la détenir que pendant 10 minutes."

- Warren Buffett -

Les questions que vous trouverez en deuxième partie de ce document visent à aider l'investisseur à décider de souscrire ou de ne pas souscrire à notre fonds. Essayer d'y répondre avec lucidité et franchise constitue une étape indispensable préalablement à toute décision d'investissement concernant notre fonds. Vos réponses vous permettront de déterminer si votre profil en tant qu'investisseur est bien en adéquation avec notre approche de la gestion et notre fonds.

Notre expérience de plus de vingt ans en matière de relations investisseurs nous a conduits à faire un certain nombre de constats, dont notamment les suivants :

- Les gérants de Valeur Intrinsèque préfèrent disposer d'encours stables mais limités plutôt que de capitaux beaucoup plus importants mais volatiles. Ce choix vise à permettre aux gérants de rester fidèle à leur approche value et long terme (cf. "Principes de notre gestion" sur notre site), et de gérer avec sérénité le fonds. Pour disposer d'encours stables, les gérants s'efforcent de construire des relations de long terme avec des investisseurs déjà familiers avec l'univers de la gestion value et adhérant à cette philosophie. C'est aussi pourquoi ils ne cherchent pas à recruter activement de nouveaux investisseurs par une démarche de nature commerciale ou à inciter, sur la base d'arguments nécessairement biaisés, les porteurs de parts existants à conserver leurs parts ou à en souscrire de nouvelles. C'est à l'investisseur, ou le cas échéant à son mandataire, et à eux seuls, qu'il appartient de prendre, dans la plus grande indépendance, la décision de souscrire, ou non, dans le fonds Valeur Intrinsèque.
- Lorsqu'ils souscrivent dans un fonds, certains investisseurs multiplient les mouvements d'entrées-sorties et en perturbent ainsi la gestion. D'autres peuvent avoir tendance à vouloir se substituer aux gérants et décider de souscrire ou racheter leurs parts d'un fonds en fonction de sa composition à un instant "T" plutôt qu'en fonction de la méthodologie qui s'y déploie et de leur confiance dans les gérants de ce fonds. Une telle approche est le plus souvent contreproductive et peut conduire de tels investisseurs à remettre en cause leur décision d'investissement de manière inconsidérée et inopportune. Les gérants de Valeur Intrinsèque cherchent, entre autre par leur communication, à dissuader ces deux catégories d'investisseurs d'entrer au capital du fonds.
- Peu d'investisseurs profitent pleinement de la performance des fonds dans lesquels ils investissent tant ils essaient d'optimiser le "timing" de leurs souscriptions/rachats au lieu d'y souscrire graduellement puis d'y rester investis le plus longtemps possible. Pour reprendre un adage bien connu, qui s'applique tant aux titres vifs qu'aux fonds, "la bourse est aussi un mécanisme de redistribution du capital, de l'investisseur hyper-actif vers l'investisseur patient" (d'après Warren Buffett).
- Les gérants de Valeur Intrinsèque préfèrent concentrer leur force de travail sur la gestion de ses fonds, l'analyse financière et les voyages d'études plutôt que de multiplier les interactions avec les investisseurs sous forme de réunions ou d'envoi de documents. Une telle approche permet aussi de mieux aligner le temps de notre communication avec le temps long de notre gestion.

- A avoir trop promu une ou des valeurs en portefeuilles auprès de leurs investisseurs, certains gérants peuvent trouver difficile de s'en séparer le moment venu. Pour réduire l'impact de ce biais comportemental nuisible à la performance, les gérants de Valeur Intrinsèque évitent, autant que possible, de communiquer sur les détails du raisonnement ayant conduit à une décision de gestion concernant un titre spécifique. Pour la même raison, la communication concernant la composition du portefeuille ainsi que son évolution est généralement purement descriptive et ne cherche ni à convaincre ni à rassurer.

Questions pour l'investisseur :

Les questions suivantes et les réponses à y apporter n'ont de sens qu'à condition que les gérants de Valeur Intrinsèque restent fidèles à la philosophie de gestion décrite dans les "Principes de notre gestion".

- Suis-je bien d'accord avec la philosophie de gestion value dont s'inspirent les gérants de Valeur Intrinsèque ? A défaut d'avoir lu et médité les écrits de Benjamin Graham, Warren Buffett ou John Templeton, ai-je bien pris connaissance des "Principes de notre gestion" ? Ceux-ci m'agrément-ils ?
- Aurai-je la patience de détenir pendant au moins cinq ans mon investissement dans le fonds Valeur Intrinsèque avant de considérer l'éventualité d'une cession de tout ou partie de mes parts ? En particulier me suis-je bien assuré de ne pas avoir besoin, pendant les cinq années suivant ma souscription, du capital ainsi investi ?
- Serai-je capable de traverser de longues phases de moins-values, parfois importantes, sur mon investissement dans le fonds Valeur Intrinsèque, sans perdre confiance et/ou céder mes parts sous l'emprise de l'émotion ? Suis-je prêt à subir pendant une durée plus ou moins longue une baisse éventuelle de 50% de la valeur de mon investissement sans céder à la panique ? En particulier si, dans le même temps, d'autres fonds ou d'autres classes d'actifs obtenaient d'excellents résultats ?
- Ai-je conscience que les gérants ne communiquent que de manière trimestrielle sur le fonds, même si sa valeur liquidative est calculée de manière plus fréquente ? Saurai-je conserver ma confiance alors que, entre deux publications trimestrielles, ma seule source d'information sur le fonds sera sa valeur liquidative dont l'évolution comme celle des cours de bourse s'apparente le plus souvent à une marche au hasard ?
- Les informations fournies par les gérants me suffiront-elles alors qu'aucune donnée quantitative de type ratio de Sharpe, maximum drawdown, beta ou volatilité ne figureront dans les comptes rendus de gestion de ses fonds, et que ses gérants de portefeuille n'évoqueront ni ne discuteront aucun de ces paramètres ?
- Serai-je bien capable de conserver mes parts alors que la composition du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque, titre par titre, sectorielle ou géographique pourrait ne pas correspondre à mes propres anticipations ou préférences ?
- Ai-je bien consulté les DIC1 du fonds avant d'envisager d'y souscrire ?

Valeur Intrinsèque

Les gérants de Valeur Intrinsèque appliquent un processus d'investissement "value" reposant sur les notions de valeur intrinsèque, de marge de sécurité et d'autonomie de l'analyse financière. Ce processus vise un double objectif : la préservation à long terme du capital investi par ses fonds et, dans le même temps, l'appréciation significative sur longue période de la valeur de part*. Le fonds (UCITS) Valeur Intrinsèque (domicilié en France et créé en 2001), est investi principalement en actions de sociétés cotées sur les places financières de l'OCDE. Toutefois, son portefeuille peut, en fonction du niveau de valorisation atteint par les valeurs suivies par les gérants, comporter une proportion significative d'obligations ou d'instruments monétaires.

Le processus de gestion mis en œuvre par les gérants de Valeur Intrinsèque est décrit de manière détaillée dans les **"Principes de notre gestion"** consultables sur le site de la société www.pastel.fr, rubrique "Philosophie".

Toute décision de souscription en parts de ces fonds doit être précédée d'une lecture attentive de leurs prospectus et DICI qui sont disponibles sur le site de la société dans la rubrique "Nos fonds".

* L'horizon de placement du fonds Valeur Intrinsèque est supérieur à 5 ans et le risque de perte en capital en cas d'investissement dans cet OPCVM est significatif.

Relations Investisseurs

La relation que les gérants de Valeur Intrinsèque souhaitent construire avec les porteurs de parts du fonds est décrite de manière détaillée dans le document **"Charte du porteur de parts"** consultable sur le site de la société.

Dans ses échanges avec les porteurs de parts de son fonds, les gérants n'ont pas vocation à fournir de conseil en investissement de quelque nature que ce soit. La décision d'investir, de rester investi ou de se désinvestir du fonds Valeur Intrinsèque, appartient à l'investisseur, ou le cas échéant à son mandataire et à eux seuls. La société est néanmoins à la disposition des porteurs de parts de son fonds pour toutes demandes d'éclaircissements relatives aux différents documents mis à disposition sur son site internet.

Pour suivre l'évolution de leurs investissements, les porteurs de parts disposent de trois types de publications (consultables sur le site internet) : un rapport trimestriel, un rapport semestriel, et un compte-rendu annuel de gestion, conçu sur le modèle d'un rapport annuel de société. Dans un souci d'égalité de traitement des porteurs de parts de ses fonds, la société de gestion ne fournit pas d'autres informations que celles figurant dans ces différents documents.

FOURPOINTS
DEPUIS 1931

162, boulevard Haussmann 75008 Paris - France
33 (0)1 86 69 60 65 - www.fourpointsim.com
Agrément AMF GP 94-004