

Valeur Intrinsèque Compte rendu de gestion 2019

Au 31 décembre 2019

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.

"Controlling your process is absolutely crucial to long-term investment success in any market environment." – Seth Klarman

Cher investisseur et partenaire,

La part P du fonds Valeur Intrinsèque a crû en 2019 de 1,8% tandis que le MSCI WORLD Dividendes réinvestis en euros a rapporté sur la même période 30,0%. Cette sous-performance provient notamment du poids de la trésorerie et du parcours boursier de certaines positions du portefeuille dans le secteur de l'offshore, intégralement cédées au cours de l'exercice (cf pages 8 et 10).

Replacée dans le contexte d'investissement qui est celui du fonds, à savoir le « value investing » en actions internationales, la performance du fonds est plutôt en ligne avec celle des gérants pratiquant un style de gestion comparable. Au cours des dernières années, l'explosion de l'investissement passif a contribué à une polarisation du marché boursier. La performance des valeurs présentes dans les indices a été artificiellement dopée par cet afflux de capitaux, conduisant à des niveaux de valorisation historiquement très élevés, tandis que d'autres sociétés moins en vogue suscitaient peu d'intérêt. 2019 aura ainsi encore été, après 2018, une année difficile pour la plupart des fonds Value.

Dans ce contexte, si la trésorerie a pénalisé la performance du fonds à court terme, nous avons préféré maintenir nos exigences de qualité et de prix plutôt que d'afficher un ratio d'investissements sur encours total plus "présentable" mais beaucoup plus risqué à long terme. D'autant que les signaux de surchauffe boursière déjà évoqués dans nos précédents comptes rendus nous semblent toujours présents aujourd'hui. La trésorerie disponible nous permettra donc de saisir des opportunités qui devraient se présenter à la suite de cette période de survalorisation. Comme dit souvent Warren Buffett : « C'est seulement lorsque la mer se retire qu'on voit qui se baignait sans maillot. »

En outre, l'apparente stabilité du taux de trésorerie du fonds ne doit pas masquer l'importance des opérations réalisées en 2019. Comme vous le lirez dans les pages qui suivent, le portefeuille du fonds a été profondément renouvelé. Plusieurs positions historiques ont ainsi été cédées, tandis que six nouvelles valeurs ont été ajoutées au portefeuille, à des prix de revient très attractifs. Malgré la hausse importante des indices boursiers, nous avons pu identifier plus d'opportunités que l'année dernière, certains secteurs ayant été délaissés par « M. Marché ». Ces opérations devraient favorablement positionner Valeur Intrinsèque pour les prochaines années, le portefeuille étant constitué aujourd'hui pour près de 30% de positions initiées au cours des 18 derniers mois.

Nous espérons que ce compte rendu annuel répondra aux attentes et interrogations que vous pouvez avoir en tant que porteurs à long terme de parts de notre fonds. C'est en tout cas dans cet esprit que toute l'équipe de Valeur Intrinsèque a participé à sa rédaction. Comme chaque année, nous vous invitons en particulier à consulter la section du compte rendu intitulée « Post-mortems » qui revient sur les positions cédées pendant l'exercice.

En vous souhaitant une excellente année 2020,

L'équipe de gestion de Valeur Intrinsèque

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 2019 – Eléments	2
III.	Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 31 décembre 2019	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 2019	6
IV.1.	Principales opérations de la période.....	6
IV.2.	Données relatives à la rotation du portefeuille en 2019	8
IV.3.	Contribution à la performance.....	8
IV.4.	Post-mortems	9
V.	Perspectives.....	14
VI.	Annexes	16

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)
2019	1,8	30,0	(28,2)
Performance cumulée	127,4%	125,3%	
Performance annualisée	4,5%	4,5%	

Création du fonds le 6 juin 2001

Les performances de la part I sont disponibles sur notre site internet www.fourpointsim.com

II. Bilan et compte de résultat du fonds Valeur Intrinsèque en 2019 – Eléments

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

Actif net 31.12.18	+/- valeurs réalisées	Dividendes nets	Frais de gestion	Autres frais	Trésorerie (revenus/coûts)	Variation +/- valeurs latentes	Souscriptions / rachats	Actif net 31.12.19
84,4	-12,3	0,7	-1,5	0,0	-0,1	15,1	-17,0	69,3

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

En 2019, le nombre de parts en circulation est passé de 35 872 parts à 28 630 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
+/- valeurs réalisées titres	Var +/- valeur latentes titres			
-10,8	14,8	1,5	-2,7	-1,2

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 2019

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	Covestro AG	55 000	42,99	41,45	-3,6%	-3,6%	2 279 750	3,3%
	IPSOS	79 000	24,51	28,95	18,1%	18,1%	2 287 050	3,3%
	Randstad N.V.	28 200	37,13	54,44	46,6%	46,6%	1 535 208	2,2%
	Sodexo	30 700	85,64	105,65	23,4%	23,4%	3 243 455	4,7%
	Takkt AG	170 000	12,12	12,58	3,8%	3,8%	2 138 600	3,1%
	Thermador Groupe	25 264	36,39	53,00	45,6%	45,6%	1 338 992	2,0%
						17,0%	12 823 055	18,6%
GBP	Next Plc	36 893	46,26	70,18	51,7%	50,9%	3 055 586	4,4%
						50,9%	3 055 586	4,4%
DKK	ISS	75 000	155,77	159,85	2,6%	2,6%	1 604 383	2,3%
						2,6%	1 604 383	2,3%
NOK	Subsea 7	625 307	78,95	104,95	32,9%	24,7%	6 653 247	9,6%
						24,7%	6 653 247	9,6%
USD	Berkshire Hathaway Inc-CL B	25 650	202,51	226,50	11,8%	12,1%	5 175 702	7,5%
	Loews Corp	106 900	48,00	52,49	9,3%	14,1%	4 998 825	7,2%
	Markel Corp	5 715	967,15	1143,17	18,2%	15,8%	5 820 237	8,4%
	Mohawk Industries Inc	22 900	136,49	136,38	-0,1%	1,6%	2 782 274	4,0%
						12,0%	18 777 037	27,1%
CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	11 145	625,34	609,74	-2,5%	0,7%	4 668 558	6,7%
	Leon's Furniture Limited	76 200	15,24	16,67	9,4%	10,5%	872 667	1,3%
						2,1%	5 541 224	8,0%
Total actions							48 454 533	70,0%
Liquidités							20 810 026	30,0%
Actif net							69 264 559	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. Elle est simplement le résultat de notre approche "bottom-bottom".

Secteurs	Répartition
Holdings	29,8%
Berkshire Hathaway Inc.	
Fairfax Financial Holdings Limited	
Loews Corp.	
Markel Corp.	
Services externalisés	12,5%
IPSOS (<i>Étude de marché</i>)	
ISS (Cleaning / <i>Facilities management</i>)	
Randstad N.V. (<i>Travail temporaire</i>)	
Sodexo (<i>Restauration collective / Facilities management</i>)	
Services para-énergétiques	9,6%
Subsea 7 (<i>Management de projets, ingénierie et construction offshore</i>)	
Distribution	8,8%
Leon's Furniture Limited	
Next plc (<i>Chaîne de magasins de vêtements</i>)	
Takkt AG (<i>Distribution d'équipements pour les entreprises</i>)	
Construction - Rénovation	6,0%
Mohawk Industries (<i>Fabrication de revêtements de sols</i>)	
Thermador Groupe (<i>Distribution matériel de chauffage, pompes...</i>)	
Industrie	3,3%
Covestro AG (<i>Chimie de spécialité</i>)	
Liquidités (€)	30,0%

Tableau 5 : Répartition par capitalisation boursière

Capitalisation boursière	% Actif Net
Inférieure à 500 M €	2,0%
Entre 500 M € et 2 Mds €	7,7%
Entre 2 Mds € et 10 Mds €	21,4%
Supérieure à 10 Mds €	38,9%
Trésorerie	30,0%

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.fourpointsim.com).

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	99,6%
GBP	101,4%
CAD	98,5%
NOK	99,1%
DKK	0%

IV. Evolution du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque en 2019

IV.1. Principales opérations de la période

- Cession totale ou partielle de positions : Deere (Etats-Unis), Diamond Offshore Drilling (Etats-Unis), Jefferies Financial Group (Etats-Unis), Serco Group Plc (Royaume-Uni), Transocean (Etats-Unis) et Valaris (Etats-Unis).
- Constitution/renforcement de positions : Berkshire Hathaway (Etats-Unis), Covestro (Allemagne), Ipsos (France), ISS (Danemark), Leon's Furniture (Canada), Loews (Etats-Unis), Mohawk Industries (Etats-Unis) et Takkt (Allemagne).
- Position "cash" relativement stable à 30,0% du portefeuille au 31 décembre 2019 contre 32,4% à fin 2018.

Tableau 7 : Portefeuilles comparés

Au 31 décembre 2018			Au 31 décembre 2019		
Devise	Valeur	% AN	Devise	Valeur	% AN
EUR	Randstad N.V.	1,7%	EUR	Covestro AG	3,3%
	Sodexo	4,3%		IPSOS	3,3%
	Thermador Groupe	1,5%		Randstad N.V.	2,2%
		7,5%		Sodexo	4,7%
		Takkt AG		3,1%	
		Thermador Groupe		2,0%	
			18,6%		
GBP	Next Plc	3,4%	GBP	Next Plc	4,4%
	Serco Group Plc	3,0%			4,4%
		6,4%			
			DKK	ISS	2,3%
					2,3%
NOK	Subsea 7	8,5%	NOK	Subsea 7	9,6%
		8,5%			
USD	Deere & Company	4,8%	USD	Berkshire Hathaway Inc-CL B	7,5%
	Diamond Offshore Drilling Inc	7,7%		Loews Corp	7,2%
	Jefferies Financial Group	4,0%		Markel Corp	8,4%
	Loews Corporation	5,1%		Mohawk Industries Inc	4,0%
	Markel Corp.	6,8%			27,1%
	Mohawk Industries	2,2%			
	Rowan Companies plc	4,3%			
	Transocean Ltd	3,1%			
		38,0%			
CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	7,2%	CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	6,7%
		7,2%		Leon's Furniture Limited	1,3%
					8,0%
Total actions		67,6%	Total actions		70,0%
Liquidités		32,4%	Liquidités		30,0%

IV.2. Données relatives à la rotation du portefeuille en 2019

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 33,0%.

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

Actif net moyen quotidien	Achats de titres	Ventes de titres	Souscriptions	Rachats
83,7	20,1	34,6	6,2	23,3

IV.3. Contribution à la performance

Tableau 9 : Principaux contributeurs / détracteurs

Principaux contributeurs		Principaux détracteurs	
Next	2,4%	Diamond Offshore	-3,4%
Subsea 7	2,1%	Valaris (ex EnscoRowan)	-3,0%
Serco	1,1%	Covestro	-0,1%
Berkshire Hathaway	0,9%	Takkt	0,1%
Sodexo	0,8%	Fairfax	0,1%
Total	7,2%	Total	-6,3%

Les performances ont été calculées hors distributions de dividendes ordinaires.

Les calculs de contribution à la 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. Serco

Serco est un prestataire de services publics britannique dans lequel nous avons investi début 2018. Présent à l'international, le groupe est spécialisé dans la sous-traitance de services publics tels que la santé, les transports, la justice, l'immigration ou la défense.

Ces dernières années, ce secteur d'activité a subi en Grande-Bretagne une crise majeure, principalement du fait d'une volonté politique de réduction des dépenses publiques. Serco a eu la « chance » d'être parmi les tous premiers du secteur, à partir de 2014, à rencontrer de graves difficultés financières du fait d'un recours non-maîtrisé à la croissance externe pendant les années 2005-2013. Le groupe a ainsi pu se refinancer et surtout se recentrer sur son cœur de métier bien avant ses concurrents tels que Capita, Interserve ou Carillion. Alors que ceux-ci sont aujourd'hui soit en faillite soit en restructuration, Serco est en position très favorable pour renforcer sa position concurrentielle et obtenir les meilleurs contrats.

A la direction du groupe depuis 2014, Rupert Soames a su prendre des décisions courageuses et imposer au sein du groupe une révolution culturelle dont celui-ci commence aujourd'hui à récolter les fruits. Nous avons déjà pu apprécier ses capacités de dirigeant lorsqu'il était patron d'Aggreko, société britannique de location de groupes électrogènes que nous suivons depuis longtemps. Comme là-bas, il a en particulier modifié la communication financière de Serco, privilégiant une franchise et un ton trop rarement présents dans les comptes rendus financiers de sociétés cotées.

Lors de notre investissement, le gros du travail de restructuration et de refinancement avait déjà été réalisé sans hausse correspondante du cours de Bourse de Serco. Nous avons ainsi pu estimer sur la base d'hypothèses très conservatrices un niveau de valeur intrinsèque bien supérieur à ce cours. Sans doute la société pâtissait-elle alors des flux de mauvaises nouvelles sur le secteur.

Suite à notre investissement, en un an seulement, Serco aura vu sa capitalisation boursière augmenter de plus de 40%. Pour conserver tout ou partie de la position, il aurait alors fallu pouvoir considérer Serco comme une société de grande qualité disposant d'avantages concurrentiels durables. Or celle-ci est plutôt une société de qualité moyenne, certes bien gérée et aujourd'hui financièrement solide, mais dans un secteur difficile et incertain, notamment du fait des conséquences à venir du Brexit. Conformément à notre approche, nous ne changeons généralement pas de thèse d'investissement en cours de route et lorsque celle-ci ne suffit plus à justifier la détention d'un titre, nous nous en séparons. Lorsque le climat boursier est favorable, il faut aussi savoir récolter les fruits de son investissement.

IV4ii. Les sociétés de forage offshore

Au cours de l'année 2014, le prix du baril de pétrole a été divisé par deux, générant un flux de mauvaises nouvelles et de prévisions apocalyptiques pour un grand nombre de sociétés liées de près ou de loin aux énergies fossiles. Ce type de situation éveille souvent notre intérêt car dans un accès d'angoisse, « M. Marché » peut manquer de discernement et nous offrir des opportunités d'investissement très bon marché. Après avoir étudié différents secteurs connexes à la thématique des énergies fossiles, nous avons privilégié le secteur du forage « offshore » sur la base des hypothèses suivantes :

- Le monde aura encore des besoins importants et probablement croissants en énergies fossiles dans les 10 à 15 prochaines années.
- Une partie de la production correspondante proviendra de l'«offshore» (25% aujourd'hui).
- Les réserves des puits en production s'amenuisant de 5-6% par an, les sociétés pétrolières devront faire appel à moyen terme aux sociétés de forage afin de maintenir leur niveau global de réserves disponibles.

Au sein de ce secteur, les sociétés Diamond Offshore, Valaris (ex-Rowan Companies), et Transocean se distinguaient de leurs concurrents par des caractéristiques communes :

- Un acteur important sur un marché assez concentré.
- Une équipe dirigeante expérimentée
- Un historique de création de valeur à long terme.
- Des contrats signés ou en cours assurant des cash flows positifs à court-moyen terme
- Un endettement avec des « covenants » financiers peu contraignants et des maturités longues, leur permettant de résister plusieurs années au bas de cycle en attendant la reprise des investissements en provenance des sociétés pétrolières.
- Une décote très importante sur leur valeur d'actif net (de 30% à 70%).

Pourquoi avoir finalement cédé ces valeurs en 2019 ? A l'occasion de la publication de leurs résultats semestriels, début août, le calendrier de la reprise du marché de l'exploration offshore a été fortement remis en question par les dirigeants de ces entreprises. Jusqu'alors annoncée par ces mêmes dirigeants pour 2020, la reprise n'était désormais plus envisagée que pour 2021-2022, dates proches d'échéances importantes de refinancement de dettes pour ces sociétés. Par ailleurs, alors qu'en 2015-2017 nos foreurs étaient encore pour la plupart d'entre eux générateurs nets de cash, ils ne l'étaient plus au premier semestre 2019. Et le report de la reprise, annoncé début août, ne permettait plus d'espérer voir leurs

comptes revenir rapidement à l'équilibre. Dans ces conditions, la marge de sécurité dont nous disposions par rapport au risque de refinancement de ces sociétés était devenue insuffisante et nous avons donc soldé ces positions.

L'évolution des investissements du fonds dans le secteur de l'offshore de 2015 à 2019 aura été particulièrement contrastée. D'une part les foreurs évoqués ci-dessus qui ont négativement contribué à la performance du fonds et d'autre part des sociétés de service tels que TGS Nopec (cédée en 2018) ou Subsea 7 qui auront au contraire été des investissements très profitables et qui dans le cas de Subsea 7, toujours en portefeuille, devrait continuer à l'être. Cette société dispose en effet d'une structure financière très solide et génère toujours, par son exploitation, de la trésorerie excédentaire. Lors d'éventuels futurs investissements dans des sociétés dont les cours présentent de fortes décotes par rapport à leur situation nette, nous privilégierons le modèle « Subsea 7-TGS Nopec ». Pour pouvoir rejoindre le portefeuille du fonds, ces sociétés devront être très peu endettées et disposer d'avantages concurrentiels majeurs tels que des parts de marché significatives sur un marché très concentré.

IV4iii. Deere & Company

Nous avons commencé à investir dans Deere début 2014 sur des niveaux de 85-90\$, pour en faire en quelques mois une des principales positions du portefeuille à l'époque.

Notre investissement reposait sur les critères suivants :

- Acteur dominant sur son secteur, avec notamment des parts de marché mondiales de plus de 40% sur le segment des moissonneuses batteuses.
- Avantages concurrentiels préservant cette position : distribution maîtrisée via un réseau d'indépendants, dépenses de R&D importantes (4 à 5% du chiffre d'affaires) permettant des économies d'échelle et d'être à la pointe de l'innovation technologique sur son marché.
- Demande à long terme pour les produits agricoles liée à la croissance de la population.
- Très bon historique d'allocation des capitaux, avec notamment un endettement raisonnable et des rachats d'actions très significatifs (près de 20% de la capitalisation boursière rachetée lors des 4 années précédentes).

En 2014, l'activité de la société semblait avoir atteint un haut de cycle après 5 années de forte croissance de ses bénéfices et des annonces de baisses importantes de chiffre d'affaires à venir. Nous nous sommes aperçus que même en tenant compte des attentes très pessimistes annoncées de manière très transparente par la direction de Deere (baisse de 20 à 25% de chiffre d'affaire sur ses principaux marchés), le cours de bourse représentait un bon niveau d'entrée si on valorisait la société sur la durée d'un cycle entier.

Etant donné la qualité de cette entreprise, notre objectif était alors de garder la position à très long terme, faisant varier son poids dans le portefeuille en fonction de l'évolution de l'écart entre la capitalisation boursière de Deere et sa valeur économique. Nous avons ainsi réduit progressivement la position à partir de 2017 alors que le cours de Bourse croissait plus rapidement que la valeur intrinsèque de la société.

A ces niveaux de valorisation de plus en plus élevés sont venus s'ajouter plusieurs bémols à notre perception de l'activité de Deere :

- Les difficultés financières des fermiers américains tout d'abord, parfois très endettés et fragilisés par le développement agricole d'autres pays (avant même l'impact des tarifs douaniers imposés par la Chine).

- La concentration des exploitations qui, si elle a longtemps bénéficié à Deere qui est particulièrement dominant sur les grosses machines agricoles, pourrait à terme affaiblir Deere et ses distributeurs face aux utilisateurs de ses produits.
- Surtout, le recours accru au « leasing » d'équipement, sur des durées souvent raccourcies, nous a semblé inquiétant. Non seulement parce qu'il gonfle artificiellement le chiffre d'affaires réel de Deere, mais surtout parce qu'il augmente le nombre de machines en très bon état sur le marché d'occasion.

La conjugaison de ces différents éléments nous a finalement conduits à solder le reste de nos titres Deere en octobre dernier, sur des niveaux supérieurs à 170\$. Deere reste une très belle société, et a représenté un investissement très profitable pour le fonds Valeur Intrinsèque, avec un taux annualisé de rentabilité interne de près de 11,5% sur une période de 6 ans. Cela prouve en tout cas que si le travail de valorisation a été réalisé avec des hypothèses conservatrices, il est possible de réaliser un très bon investissement malgré un point d'entrée en haut de cycle.

V. Perspectives

Le portefeuille du fonds continuera à être géré en 2020 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 profitabilité qu'elle présente, à long terme, pour notre fonds et ses porteurs de parts. Quant à la performance de notre fonds en 2020, nous n'en aurons une idée précise que le 1^{er} janvier 2021. 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 notre fonds, des marchés financiers ou de l'économie en général sur l'année qui vient de commencer.

Cher investisseur et partenaire,

C'est avec une émotion particulière que je vous souhaite, une dernière fois en tant que co-gérant du fonds Valeur Intrinsèque, une excellente nouvelle année. Après avoir été à l'origine de la création du fonds en 2001, et l'avoir géré seul à ses débuts, puis en tant que co-gérant depuis plusieurs années, j'ai considéré que les conditions étaient maintenant réunies pour passer à une autre phase de ma vie professionnelle. En effet, le fonds aborde l'année 2020 avec un portefeuille de titres de qualité et au potentiel d'appréciation à long terme important ainsi qu'avec une réserve de trésorerie qui devrait lui permettre de profiter des turbulences inhérentes à la vie des marchés financiers. Mais plus important encore, le processus engagé depuis plusieurs années et visant à préparer ma succession est désormais arrivé à terme. La relève est maintenant assurée.

J'ai eu la chance en 2007 de pouvoir recruter Damien Audoyer qui, après avoir travaillé avec moi comme analyste financier, est devenu dès 2014 co-gérant du fonds. J'ai pu constater au fil des ans non seulement son adhésion au processus de gestion du fonds, mais aussi sa passion pour le métier ainsi que ses compétences. Il continuera à être assisté dans sa mission par Antoine Peulet, qui a rejoint l'équipe de gestion du fonds en 2017.

Je voudrais, en conclusion de cette lettre, vous exprimer ma reconnaissance et mes remerciements pour avoir rendu possible puis avoir soutenu par vos investissements, année après année, le fonds Valeur Intrinsèque et son approche de la gestion.

Ces remerciements s'adressent également aux équipes de Fourpoints qui ont permis cette transition en veillant à préserver les spécificités et l'autonomie du processus de gestion de Valeur Intrinsèque.

En vous souhaitant à nouveau une excellente année 2020,

Bien sincèrement,

David Pastel

VI. Annexes

VI.1. Principes de notre gestion

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, ...).
- ...

CHARTRE 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

inoportune. 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 DICI 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 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 dans la rubrique « Nos Fonds ».

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**", disponible sur notre site internet.

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.

Julien Mathou, Responsable des Relations Investisseurs est à la disposition des porteurs de parts pour organiser des entretiens ou rencontres avec l'équipe de gestion du fonds. Coordonnées : jmathou@fourpointsim.com - Tél : +33 1 86 69 60 61



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