

Valeur Intrinsèque Rapport semestriel

Au 28 juin 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.

Cher investisseur,

Vous trouverez dans ce rapport un inventaire du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque, sa répartition sectorielle, des données quant à l'exposition devises, ainsi que les principales transactions du semestre.

Si la structure du portefeuille n'a pas fondamentalement évolué, quelques mouvements importants sont à noter. Ainsi, nous avons cédé la totalité de nos positions dans les sociétés Jefferies Financial Group, Serco Group et Transocean. Nous reviendrons en détail sur ces opérations en début d'année prochaine dans la rubrique « Post-mortems » de notre compte-rendu annuel 2019.

Du côté des achats nous pouvons souligner l'entrée d'Ipsos, société française d'études de marché, ainsi que de Berkshire Hathaway, société dont nous vous avons souvent parlé tant elle a inspiré notre gestion.

Suite à ces opérations, le portefeuille reste investi dans quatre grands pôles, pondérés ainsi :

- 29% de « compounders »* nous paraissant encore bon marché, qui sont voués à demeurer longtemps en portefeuille, si tant est que l'écart entre leur valeur boursière et leur valeur intrinsèque ne devienne pas trop important. Citons notamment Sodexo, Deere, Next ou Subsea 7.
- 26% de « holdings », qui sont en fait des sociétés d'investissement partageant un modèle bien particulier. Généralement organisées autour d'une activité d'assurance, leur philosophie d'investissement est semblable à la nôtre mais elles ont accès à d'autres pans du marché comme le non coté ou le financement de sociétés en difficulté par exemple. Non seulement elles ont su créer énormément de valeur sur longue période, mais leur structure leur confère aussi un caractère « antifrangible ».
- 13% de sociétés présentant une décote par rapport à leur valeur d'actif net retraité, dont la valorisation boursière devrait à long terme « rattraper » la valeur économique. Il s'agit de Diamond Offshore Drilling et EnscoRowan.
- 32% d'instruments de trésorerie, qui nous permettront de saisir le moment venu les bonnes affaires, qui restent rares dans le climat actuel « d'exubérance irrationnelle ».

La performance de la part P du fonds Valeur Intrinsèque aura été de +6,1% sur les six premiers mois de l'année. Bien que positive, celle-ci peut sembler décevante compte tenu de l'euphorie dont continue de témoigner « M. Marché ». Les sociétés de forage offshore, Diamond Offshore Drilling et EnscoRowan, sont à nouveau les principales responsables de cet écart. Malgré une amélioration des perspectives économiques du secteur, les cours de Bourse de ces sociétés ont poursuivi leur baisse amorcée en fin d'année 2018, creusant encore l'écart avec nos estimations de valeur intrinsèque.

La situation actuelle, quoique différente à bien des égards de celle d'alors, nous semble faire écho à ce que nous écrivions dans notre Compte rendu de gestion 2016 :

Pour autant, ce n'est pas à une croisière paisible sur un long fleuve tranquille que nous vous convions. Par le passé, si pour le porteur de part suffisamment patient investir dans nos fonds s'est révélé in fine payant, son investissement aura généralement connu un parcours plein de surprises et souvent en complet décalage par rapport à l'environnement boursier ambiant. Le passé n'est certes pas censé être un bon indicateur de l'avenir. Mais on dit aussi que si l'histoire ne se répète pas, elle bégaie parfois... "Time will tell"...

En vous souhaitant un excellent été 2019,

Damien Audoyer et David Pastel

*nous qualifions de « compounder » une société dont la capacité de réinvestissement profitable dans son activité est importante.

Table des matières

Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 28 juin 2019.....	1
Répartition sectorielle au 28 juin 2019	2
Exposition au risque de change.....	3
Principales opérations de la période.....	4
Annexe : Performances boursières absolues et relatives du fonds Valeur Intrinsèque depuis sa création sur une base annualisée et cumulée.....	5

Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 28 juin 2019

Devise	Valeur	Quantité	PRU*	Cours	% +/- valeur (en devise)	% +/- values (en euros)	Valeur boursière (en euros)	% Actif net
EUR	Ipsos	67 000	24,78	23,20	-6,4%	-6,4%	1 554 400	1,8%
	Randstad N.V.	36 100	37,13	48,30	30,1%	30,1%	1 743 630	2,0%
	Sodexo	35 050	85,64	102,80	20,0%	20,0%	3 603 140	4,2%
	Thermador Groupe	26 988	36,39	57,20	57,2%	57,2%	1 543 714	1,8%
						12,2%	8 444 884	9,8%
GBP	Next Plc	49 893	46,26	55,26	19,5%	12,5%	3 081 233	3,5%
						12,5%	3 081 233	3,5%
NOK	Subsea 7	765 307	78,08	102,65	31,5%	23,9%	8 090 918	9,3%
						23,9%	8 090 918	9,3%
USD	Berkshire Hathaway Inc	20 500	204,51	213,17	4,2%	3,2%	3 837 360	4,4%
	Deere & Company	19 450	86,13	165,71	92,4%	119,0%	2 830 224	3,3%
	Diamond Offshore Drilling Inc	990 672	13,33	8,87	-33,4%	-33,8%	7 716 246	8,9%
	EnscoRowan	447 775	18,95	8,53	-55,0%	-54,8%	3 353 987	3,9%
	Loews Corporation	117 800	48,00	54,67	13,9%	17,2%	5 655 186	6,5%
	Markel Corp.	6 275	967,15	1089,60	12,7%	8,8%	6 003 899	6,9%
	Mohawk Industries	22 900	136,49	147,47	8,0%	8,3%	2 965 458	3,4%
						-13,0%	32 362 359	37,3%
CAD	Fairfax Financial Holdings Ltd	15 675	625,34	642,76	2,8%	3,9%	6 770 555	7,8%
						3,9%	6 770 555	7,8%
						Total actions	58 749 948	67,7%
						Liquidités	28 075 943	32,3%
						Actif net	86 825 892	100,0%

* Prix de revient unitaire, en devise de cotation.

Répartition sectorielle au 28 juin 2019

Secteurs	Répartition
Holdings	25,6%
Berkshire Hathaway Inc	
Fairfax Financial Holdings Limited	
Loews Corporation	
Markel Corp.	
Services para-énergétiques	22,1%
Diamond Offshore Drilling Inc (<i>Forage offshore</i>)	
EnscoRowan (<i>Forage offshore</i>)	
Subsea 7 (<i>Management de projets, ingénierie et construction offshore</i>)	
Services externalisés	8,0%
Ipsos (<i>Etude de marché</i>)	
Randstad N.V. (<i>Travail temporaire</i>)	
Sodexo (<i>Restauration collective / Facilities management</i>)	
Construction - Rénovation	5,2%
Mohawk Industries (<i>Fabrication de revêtements de sols</i>)	
Thermador Groupe (<i>Distribution matériel de chauffage, pompes...</i>)	
Distribution de détail non alimentaire	3,5%
Next plc (<i>Distribution de vêtements</i>)	
Biens d'équipement	3,3%
Deere & Company (<i>Fabrication de machines agricoles et engins de chantier</i>)	
Liquidités (€)	32,3%

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.

Taux de couverture du risque de change

Devise de référence	Valeur Intrinsèque
	Euro
USD	98,7%
GBP	99,7%
CAD	101,2%
NOK	98,0%

Principales opérations de la période

- Cession totale ou partielle de positions : Deere & Company (Etats-Unis), Jefferies Financial Group (Etats-Unis), Serco Group plc (Royaume-Uni) et Transocean (Etats-Unis).
- Constitution / renforcement de positions : Berkshire Hathaway (Etats-Unis), Diamond Offshore (Etats-Unis), EnscoRowan (Etats-Unis), Ipsos (France), Loews (Etats-Unis) et Mohawk Industries (Etats-Unis).
- Position "cash" stable à 32,3% du portefeuille au 28 juin 2019 contre 32,4% à fin 2018.

Annexe : Performances boursières absolues et relatives du fonds Valeur Intrinsèque depuis sa création sur une base annualisée et cumulée

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 (28.06)	6,1	17,4	(11,3)
Performance cumulée	137,1%	103,5%	
Performance annualisée	4,9%	4,0%	

Création du fonds le 6 juin 2001

Les performances des autres parts sont disponibles sur notre site internet www.fourpointsim.com.

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 est décrit de manière détaillée dans les "Principes de gestion de Valeur Intrinsèque " consultables sur le site de la société dans la rubrique Nos Fonds

Toute décision de souscription en parts de ce 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

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

01.86.69.60.61