



Présentation de la stratégie :

Nous avons décidé de suivre une politique d'investissement simple qui consiste à investir sur le long terme dans des entreprises de qualité. Notre philosophie de gestion utilise l'analyse fondamentale et est inspirée par *l'école de l'investissement dans la valeur* (fondée par Benjamin Graham). Cette méthode d'investissement consiste à calculer la valeur intrinsèque d'une entreprise (valorisation appréciée en fonction des flux de trésorerie dégagée par l'exploitation) et à acheter les parts uniquement lorsque la marge de sécurité est suffisante pour en faire un bon investissement (potentiel d'appréciation au minimum de 50%).

L'équipe de gestion souhaite atteindre un bon niveau de diversification au sein de la poche actions, sans pour autant tomber dans l'excès. Un nombre de lignes de l'ordre de 30 valeurs semble être idéal afin de limiter les risques liés à un titre et assurer un suivi rigoureux de chacune des sociétés détenues en portefeuille.

L'allocation entre les deux classes d'actifs (actions et produits de taux) sera la résultante des opportunités identifiées par l'équipe de gestion et ne sera en aucun cas déterminée en fonction des conditions macroéconomiques du moment. Cette flexibilité accordée aux gérants amènera l'exposition aux actions à varier de manière significative, avec pour principaux objectifs : la préservation du capital et la création de valeur à long terme (horizon d'investissement supérieur à 5 ans).

A ce stade, il est important de faire une distinction très claire entre l'investissement et la spéculation. Le spéculateur anticipe et parie sur les fluctuations à court terme du marché, alors que l'investisseur a vocation à conserver ses positions sur une longue période afin d'accompagner l'entreprise dans son développement. Vous aurez compris que nous nous classons définitivement dans cette dernière catégorie. Les mouvements de marché ne nous intéressent que dans la mesure où ils nous permettent d'acheter des titres à des prix décotés, et de les vendre à des niveaux de valorisation élevés.

Objectif de gestion :

L'objectif de la société de gestion est, sur un horizon d'investissement supérieur à 5 ans, d'optimiser la performance des capitaux qui nous sont confiés.

Investir sur les marchés financiers ne peut en effet se concevoir qu'à long terme. La volatilité à court terme est un phénomène inhérent au fonctionnement du système et il est par conséquent hasardeux de vouloir tirer profit de la création de valeur sur un horizon temps trop limité. Les marchés financiers finissent par refléter la juste valorisation d'une entreprise en fonction de ses qualités intrinsèques, mais il faut savoir que ce phénomène peut parfois prendre du temps. Investir en actions est un exercice qui demande beaucoup de consistance et de patience. Tout investisseur long terme se doit d'intégrer ces paramètres afin de supporter les mouvements erratiques qui ne manqueront pas de se produire dans les années à venir.

Notre style de gestion consistera à rester le plus éloigné possible des marchés, ce qui nous permettra le cas échéant d'agir à contre courant. C'est effectivement lorsque la peur gagne les marchés que nous agissons, car dans c'est bien dans ces périodes de fortes turbulences que se présentent les plus belles opportunités.

Clientèle visée

Notre approche vise une clientèle composée d'investisseurs particuliers détenant un patrimoine important (issu de la cession d'une entreprise, d'un héritage...), de family offices (structures regroupant plusieurs membres d'une même famille), de conseillers en gestion de patrimoine et de quelques institutionnels ayant un horizon d'investissement long terme (caisses de retraite, compagnies d'assurances...). Au regard de notre clientèle cible, nous envisageons de réserver l'accès à notre OPCVM aux investisseurs disposant d'un patrimoine important.

La souscription initiale devra ainsi être supérieure à 125 000€. Fixer un montant minimal de souscription permet de concentrer notre attention sur un nombre de clients restreint maîtrisant notre approche et qui, nous l'espérons, nous accompagnera dans la durée.



Principes de gestion :

Les deux principes structurants de notre processus sont :

- Nous croyons à la notion de valorisation intrinsèque qui consiste à déterminer le juste prix d'une entreprise à l'aide d'une analyse approfondie des fondamentaux et de l'utilisation de méthodes de valorisation adéquates. Cette valeur peut ainsi être comparée au cours de bourse, ce qui permet, le cas échéant, d'acquérir des titres à des niveaux inférieurs à leur valeur réelle.
- Nous pensons que les marchés financiers finissent par valoriser pleinement les fondamentaux d'une entreprise et qu'un retour à la moyenne s'opère. La seule incertitude réside dans l'horizon de temps nécessaire pour que cet ajustement se réalise.

Ainsi, nous n'adhérons pas à la théorie de l'efficacité des marchés qui proclament que toutes les nouvelles liées à une société sont intégrées instantanément dans sa valorisation et qu'il est, par conséquent, impossible de sur performer le marché sur le long terme.

Nous sommes convaincus qu'il existe très souvent une forte décorrélation entre le cours de bourse et la valorisation réelle d'une entreprise. Notre démarche consiste à profiter de ces inefficiences.

Les performances financières du plus brillant investisseur de tous les temps (Warren Buffett) restent le meilleur argument contredisant cette pensée très répandue sur les marchés financiers et dans les milieux universitaires.

Une des nombreuses citations de W. Buffett résume assez bien notre pensée : « quand on sait que le cours coté n'est que le prix marginal déterminé suivant les cas soit par l'opérateur le plus cupide soit le plus anxieux ou le plus déprimé, il est difficile de prétendre que le marché fixe les prix de façon rationnelle. De fait, les prix de marché n'ont bien souvent aucun sens ».

Catégories d'investissement :

Nous nous intéressons à deux catégories d'investissement :

- Les investissements long terme dans des entreprises d'exception : modèle économique simple et pérenne, management de qualité et perspectives économiques favorables. Une grande attention est portée au cours d'achat de la cible afin d'offrir un rendement élevé à l'investisseur (au minimum 10%/an). Ces prises de position sont réalisées sur un horizon long terme afin de permettre à l'investisseur de profiter de la création de valeur générée par l'entreprise (indicateur clé : un taux de retour sur capitaux employés élevé).
- Les investissements dans des valeurs décotées avec pour objectif d'identifier des entreprises affichant une décote de 50% minimum par rapport à leur valeur fondamentale. Ces investissements n'auront pas vocation à rester indéfiniment en portefeuille et seront cédés lorsque le cours de bourse sera proche de notre objectif de cours.

Univers d'investissement :

L'univers d'investissement sera essentiellement composé des valeurs françaises cotées. Les raisons de ce choix s'expliquent par l'accès à l'information et la meilleure compréhension de l'environnement (économique, juridique, fiscal, social...). Nous nous laissons toutefois la possibilité d'investir dans des entreprises étrangères respectant nos critères d'investissement et pour lesquelles nous considérons avoir un niveau d'information adéquate.

- Les sociétés cotées sur le marché français susceptibles de remplir les critères caractérisant les valeurs d'exception forment un groupe d'environ 100 valeurs. Ces entreprises feront l'objet d'un suivi régulier.
- Les valeurs décotées pourront être identifiées à l'aide de filtres en fonction de ratios tels que le « price to book value » (capitalisation boursière / fonds propres).



Partant du principe qu'il est indispensable pour l'investisseur de parfaitement comprendre l'activité de l'entreprise étudiée, les gérants exclurent de leur univers toutes les sociétés qu'ils jugent trop compliquées ou manquant de transparence (certaines valeurs technologiques, financières...).

Analyse financière :

Les gérants s'intéressent à deux types d'investissement : les valeurs d'exception à un prix raisonnable et les valeurs fortement décotées.

Valeurs d'exception :

Cette catégorie d'investissement constitue le cœur du portefeuille. Elle répond à une série de critères très stricts, qui, par définition, limitent notre univers d'investissement à un nombre restreint d'entreprises.

Les principaux critères sont les suivants :

- Modèle économique simple et pérenne ;
- Position dominante ;
- Avantages concurrentiels ;
- Fortes barrières à l'entrée (marque, réseau de distribution...) ;
- Management de qualité ;
- Perspectives favorables à long terme du secteur économique ;
- Forte rentabilité des capitaux engagés ;
- Solidité de la structure financière ;
- Historique de stabilité de la rentabilité.

La validation de ces différents éléments s'appuie sur une analyse fondamentale approfondie de l'entreprise. Cette dernière attache une importance toute particulière à la question du maintien de l'avantage concurrentiel afin de s'assurer que la forte rentabilité des capitaux engagés soit bien pérenne.

Une fois identifiée, cette valeur d'exception devra justifier d'une marge de sécurité significative afin de nous prémunir contre une erreur d'appréciation. Nous reviendrons sur cette notion centrale de marge de sécurité dans les paragraphes qui suivent.

Valeurs décotées :

Ces entreprises ne disposent très clairement pas des qualités fondamentales des sociétés d'exception, mais leurs niveaux de valorisation en font des opportunités d'investissement tout aussi intéressantes.

Nous soutenons l'argument qui consiste à dire qu'un prix suffisamment faible peut transformer une action de qualité médiocre en saine opportunité d'investissement, étant acquis que l'investisseur atteigne une connaissance pointue de la valeur. Car si le prix est assez bas, il pourra dégager une marge de sécurité substantielle (écart entre son cours et sa valeur intrinsèque) et devenir un investissement de qualité.

L'investisseur attachera une importance toute particulière à la valeur de ses actifs (notamment en cas de liquidation), ainsi qu'à l'analyse de son coût de renouvellement (investissements devant être réalisés par un nouvel entrant afin d'obtenir un positionnement concurrentiel équivalent sur son marché).

Méthode de valorisation

La méthode d'analyse idéale devrait permettre d'obtenir une estimation de la valeur de l'entreprise qui serait ensuite comparée au cours de l'action afin d'en tirer une décision d'investissement. Cette estimation devrait être tirée de celle des résultats futurs (en moyenne sur plusieurs années) qui seraient capitalisés au moyen d'un facteur approprié. Néanmoins l'expérience nous montre que plus les évaluations deviennent dépendantes des anticipations, moins elles sont liées aux chiffres prouvés du passé, et plus elles sont vulnérables aux calculs erronés.

Notre méthode de valorisation sera, par conséquent, majoritairement basée sur des données courantes et historiques et ne fera qu'un usage secondaire des méthodes fondées sur l'actualisation des cash flow futurs (DCF).



Notre approche s'inspire des méthodes développées par Graham et Dodd (fondateurs de l'école de l'investissement dans la valeur) et s'articule autour de trois parties distinctes : valorisation des actifs, calcul de la valeur de la capacité bénéficiaire et évaluation de la croissance dans le cadre de la franchise.

Valorisation des actifs :

Cette étape est fondée sur la prise en compte de la situation économique dans laquelle se trouve la société et met l'accent sur l'information qui est solide et sûre.

Nous commençons par valoriser les actifs de la société. Pour certains postes, la valeur comptable traduit la réalité économique (c'est souvent le cas pour l'actif circulant), pour d'autres il sera nécessaire de les ajuster en fonction de notre expérience et de notre analyse. Nous effectuons le même travail sur les postes du passif, puis retranchons les dettes de l'actif afin de déterminer la valeur nette des actifs.

Si le secteur sur lequel l'entreprise évolue est non viable (marché mature, en phase de déclin, avec une rentabilité en baisse), alors les actifs doivent être évalués à leur valeur de liquidation. Ce qui veut dire que les liquidités sont entièrement valorisées, alors que les équipements seront estimés à leur valeur à la casse.

Par contre, si le secteur de l'entreprise valorisé se porte bien, il faut valoriser ces actifs en fonction du coût de renouvellement, qui correspond au montant qu'un concurrent devra dépenser pour remplacer ces actifs aujourd'hui.

Une fois ce travail effectué, il nous faudra déterminer si l'entreprise dispose de barrières à l'entrée ou d'avantages concurrentiels. En effet, sans barrières à l'entrée, toutes les sociétés qu'elles soient déjà en activité ou qu'elles veuillent entrer sur le marché ont un égal accès aux techniques de production, aux clients et aux ressources. Il n'y a donc rien qui puisse empêcher un concurrent d'accroître sa part de marché ou un nouvel entrant d'attaquer les acteurs établis. Les marges de l'entreprise seront toujours sous pression du fait de l'intensité concurrentielle. Il sera par conséquent impossible pour une société du secteur de sur performer ses concurrents et la rentabilité des capitaux investis ne pourra être différente du coût du capital exigé par l'actionnaire.

Sans avantages concurrentiels et sans barrières à l'entrée, la valeur intrinsèque correspond à la valeur des actifs et ne vaut pas plus.

La valeur de la capacité bénéficiaire (VCB) :

C'est la deuxième méthode la plus fiable après la valeur des actifs. Elle consiste à calculer la valeur des bénéfices courants (les bénéfices courants sont en effet plus fiables que les données historiques ou les cash flow futurs).

Tout d'abord, il nous faut ajuster les bénéfices courants de différents éléments qui viennent polluer les comptes : les charges exceptionnelles, les dépréciations et amortissements... Nous tiendrons également compte de la cyclicité du secteur d'activité étudié. Une fois ces ajustements réalisés, nous obtenons un cash flow dit normatif. Nous prenons comme hypothèse que ces bénéfices demeurent constants dans le temps et supposons que le taux de croissance est égal à zéro. Nous actualisons le résultat obtenu par le taux de rendement que nous jugeons approprié sur les actions (taux que nous fixons en fonction des conditions du marché monétaire), ce qui nous donne la valeur de la capacité bénéficiaire.

Il y a une relation étroite entre la VCB d'une entreprise et sa situation stratégique. Si la VCB est en dessous de la valeur de renouvellement des actifs, la direction de l'entreprise n'utilise pas ses actifs pour produire le niveau de profit qu'elle devrait. Si la VCB et la valeur des actifs sont sensiblement égales, alors nous sommes en présence d'un secteur industriel où il n'y a pas d'avantages concurrentiels. Enfin, si la VCB est au dessus de la valeur de renouvellement des actifs, c'est que nous nous trouvons certainement dans un secteur où il y a des barrières à l'entrée.

Jusqu'à présent, nous n'avons pas valorisé la croissance des bénéfices. La raison en est que la rentabilité des capitaux investis par les sociétés qui jouent sur un terrain ouvert (sans barrières à l'entrée) est tout juste égal au coût du capital. Il ne reste donc rien aux actionnaires. Par conséquent, une VCB égale à la valeur des actifs ne fait que traduire la valeur intrinsèque d'une société qui évolue dans un secteur sans avantages concurrentiels, quel que soit son taux de croissance.

La valeur de la croissance :

Nous isolons la question de la croissance pour deux raisons : d'abord car c'est l'élément le plus difficile à estimer (ce qui permet d'éviter de polluer les informations fiables de l'évaluation), ensuite parce que, dans la plupart des cas, la croissance des ventes et des résultats ne contribuent pas à augmenter la valeur intrinsèque (en effet, comme évoqué précédemment, la croissance dans un terrain de jeu ouvert ne crée pas de valeur).

Par contre, si la société dispose de barrières à l'entrée solides et pérennes, la situation est toute autre. En effet, une société disposant d'avantages concurrentiels verra ses marges préservées et pourra



durablement dégager une rentabilité supérieure au coût de son capital. C'est uniquement dans cette situation que l'investisseur intégrera la croissance dans son calcul de la valeur intrinsèque et utilisera la méthode classique de l'actualisation des cash flow futurs (ou encore méthode des Discounted Cash Flow).

Ainsi, la seule croissance qui crée de la valeur est celle qui se fait quand l'entreprise bénéficie d'avantages compétitifs. Porter un jugement sur l'existence et la pérennité de barrières à l'entrée est clé pour estimer la valeur d'une croissance future.

L'évaluation intégrant les 3 éléments :

Il existe selon cette méthode 3 niveaux de valorisation :

1°) la valeur des actifs : dans le cas de libre entrée sur le marché (pas de barrières à l'entrée), la valeur intrinsèque correspond à la valeur des actifs.

2°) la valeur de la franchise (écart entre la valeur des actifs et la VCB, c'est la franchise qui permet à l'entreprise de gagner plus que le coût de son financement) : cette valeur existe lorsque la société dispose de barrières à l'entrée. Dans ce cas, la valorisation intrinsèque correspond à la VCB.

3°) la valeur de la croissance dans le périmètre de la franchise : il s'agit ici de valoriser la croissance dans le cadre de l'existence de barrières à l'entrée solides et pérennes. Par prudence, nous considérons que la valeur intrinsèque d'une valeur de croissance disposant d'une franchise se situe quelque part entre la VCB et la valeur de la croissance. Si cette dernière méthode est utilisée, la marge de sécurité jouera un rôle essentiel afin de protéger l'investisseur contre une éventuelle erreur d'appréciation.

En tout état de cause, une règle de prudence sera instaurée afin de ne pas payer trop cher nos acquisitions et garantir la performance de nos investissements.

Nous souhaitons limiter nos investissements à des titres dont les prix ne sont pas trop supérieurs à leur actif net (valeur nette comptable).

Les valeurs se payant plusieurs fois leur actif net sont extrêmement exposées à la volatilité des marchés boursiers.

Une politique conservatrice a toutes les chances d'être bien meilleure que la stratégie consistant à investir dans des industries dites de croissance anticipée.

Un titre acquis à un prix proche de sa valeur d'actif ne garantit pas que ce soit un investissement sain. L'investisseur doit exiger un ratio cours/bénéfice adéquat, une position financière suffisamment forte et s'assurer que les perspectives soient suffisamment bonnes pour que les revenus passés soient au moins maintenus à l'avenir.

L'investisseur ayant un portefeuille d'actions représentant une forte valeur d'actif pourra avoir une vision plus détachée, plus indépendante des fluctuations des marchés que celui qui a du payer de gros multiples à la fois sur les revenus et les actifs tangibles.

Notion de marge de sécurité :

La rentabilité historique supérieure des actions par rapport aux produits de taux s'explique par le cumul de leur rendement et de leur tendance historique à voir leurs valeurs augmenter grâce au réinvestissement des bénéfices non distribués. Toutefois, il est essentiel de noter que ces avantages deviennent par contre dérisoires si les titres sont payés trop chers.

C'est ainsi que la notion de marge de sécurité prend tout son sens au sein de notre philosophie d'investissement. Elle représente l'écart entre notre prix de revient et notre objectif de cours.

Détaillons ce concept en fonction de nos deux grands types d'investissement.

Marge de sécurité appliquée aux valeurs d'exception :

Valoriser des sociétés d'exception nécessite d'établir des prévisions de bénéfices à horizon moyen/long terme. Cet exercice délicat n'est évidemment pas une science exacte. Les hypothèses retenues sont susceptibles de s'avérer inexactes et de rendre nos anticipations caduques. La marge de sécurité constitue ainsi l'outil idéal afin de nous prémunir contre ce risque et d'optimiser nos chances de dégager un retour sur investissement élevé. Nous exigeons pour ce type de valeur un potentiel de revalorisation supérieur à 50%.

Marge de sécurité appliquée aux titres sous évalués :



La marge de sécurité servira à absorber les risques d'erreurs de calcul ou d'anticipations. Dans la plupart des cas, l'investisseur n'aura nul besoin de développer de la sympathie particulière ou un enthousiasme spécial pour l'affaire choisie. Les perspectives du secteur ne doivent simplement pas être trop sombres. Si ces valeurs sont acquises en tant que bonnes affaires, alors même une baisse modérée de leur capacité bénéficiaire n'empêchera pas l'investissement de s'avérer satisfaisant. Nous exigeons pour ce type de valeur un potentiel de revalorisation supérieur à 100%.

Opportunités d'investissement :

La forte volatilité des marchés actions s'explique essentiellement par la spéculation qui va toujours trop loin dans un sens ou dans l'autre. Ces réactions excessives sont courantes sur les indices, mais encore plus prononcées sur les valeurs individuelles.

C'est ainsi que de fortes différences apparaissent entre la valeur de marché et la valeur intrinsèque. Il semble donc qu'une personne maîtrisant les techniques d'analyse financière et disposant d'un horizon d'investissement long terme puisse réaliser de bonnes affaires dans les situations suivantes :

- Une entreprise traversant une crise de croissance ponctuelle ;
- Un mouvement de panique sur les marchés actions (période de pessimisme) ;
- Une publication de résultats décevants, le marché valorisant l'entreprise en fonction de ses bénéfices instantanés (nous pensons au contraire qu'il ne faut pas attacher trop d'importance aux résultats de l'année en cours) ;
- Un désintérêt ou une impopularité prolongée pour un secteur d'activité.

Recherche / sources d'information / fonctionnement de l'équipe de gestion :

La stratégie d'investissement repose avant tout sur une analyse fondamentale approfondie de chaque valeur.

Les gérants ont recours aux documents financiers publiés par l'entreprise. Nous considérons, en effet, qu'une bonne compréhension de l'information financière demeure indispensable à toute décision d'investissement. Un rapport financier recèle une quantité très importante de données utiles à la compréhension et à la valorisation d'une entreprise, pourvu que l'investisseur y passe le temps nécessaire et maîtrise les techniques permettant de les déchiffrer.

Bien entendu, la simple étude de ces documents n'est pas suffisante. Les rapports des sociétés concurrentes ou tout du moins du même secteur se révéleront être un complément précieux à notre analyse.

La presse spécialisée, les publications des syndicats professionnels, les études de marché réalisées par des experts seront autant de documents que nous utiliserons afin d'affiner notre compréhension du secteur.

Une étude sur le terrain consistant à recueillir des informations auprès des clients, fournisseurs, salariés de l'entreprise et concurrents valideront ou infirmeront les conclusions de notre étude précédente.

Ensuite, la participation aux réunions de présentation des résultats organisées par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) nous permettra d'assurer un suivi régulier de nos investissements (réunions semestrielles de présentation des résultats). Bien entendu, notre argumentaire d'investissement sera systématiquement remanié à chaque publication de la société ou chaque parution d'une information touchant à son secteur d'activité. La lecture de la presse quotidienne et des différentes publications des sociétés cotées font ainsi partie intégrante de notre travail d'analyse.

Enfin, la rencontre avec les dirigeants, en dehors des réunions SFAF, aura pour objectif de valider la qualité et l'intégrité de l'équipe de management, sachant que l'équipe de gestion aura bien souvent déjà validé ses hypothèses d'investissement au préalable.

Conclusion :

Pour conclure, nous citerons 3 principes de prudence avancés par Benjamin Graham qui résument assez bien, selon nous, les fondements de notre approche.



Premier principe : « sachez ce que vous faites, connaissez votre business ».

Deuxième principe : « vos espoirs de profits doivent être basés sur des calculs et non pas sur un simple optimisme ».

Troisième principe : « que la foule soit en désaccord avec vous ne vous donne ni raison ni tort. Vous avez raison parce que vos informations et votre raisonnement sont bons. Dans les marchés financiers, le courage devient l'ultime vertu, une fois qu'une connaissance adéquate et un bon jugement éprouvés par les faits sont à votre disposition » (Benjamin Graham).

Fortement inspirée par l'école de l'investissement dans la valeur, notre philosophie n'est clairement pas innovante. Elle a toutefois permis à de nombreux investisseurs de battre le marché pendant des décennies, alors que cette méthode a vu le jour dans les années 30...