

# Lettre aux actionnaires

---

Anvers, le 30 septembre 2018

Chers amis,

2018 a été jusqu'à présent une année difficile. Le marché boursier est très étroit, ce qui signifie que le pourcentage d'actions dépassant l'indice est historiquement faible. Le marché est tiré par un nombre restreint d'actions et non par une majorité. Ce sont les actions ayant déjà fort monté et représentant un poids important au niveau des indices qui continuent à atteindre de nouveaux records. Tout l'argent est investi dans ce qu'on appelle des actions avec un 'momentum' important. Les sociétés qui opèrent dans des secteurs moins à la mode se retrouvent dès lors délaissées par les investisseurs. En découlent non seulement un marché à deux vitesses mais aussi des valorisations à double vitesse.

Ce que nous vivons aujourd'hui ressemble un peu à ce que nous avons traversé à la fin des années 90, période pendant laquelle le secteur technologique formait une telle bulle que pendant au moins deux ans les meilleurs gestionnaires tels que Buffett ou Jean-Marie Eveillard ont fort sous-performé et ont été considérés par les investisseurs comme 'totalement dépassés' alors même qu'ils avaient prouvé depuis longtemps ce dont ils étaient capables.

Aujourd'hui, les grandes sociétés technologiques sont extrêmement rentables et ne sont pas aussi chères qu'en 2000. Mais ce que nous vivons est une ruée des capitaux vers les sociétés de toute première qualité et la prime payée pour cette qualité est élevée.

A la base, tout un chacun préfère être actionnaire d'une belle société, mais l'histoire nous a démontré qu'il y avait un prix pour tout, que même des sociétés de grande qualité pouvaient, si on les payait trop cher au départ, se transformer en de mauvais investissements. D'autre part, le monde capitaliste est sans pitié : les belles sociétés d'aujourd'hui ne le seront plus nécessairement demain. L'être humain ne voit que les exceptions qui ont survécu, qui sont encore là aujourd'hui. Il oublie de retourner vingt ans en arrière et de se souvenir que beaucoup d'excellentes sociétés de l'époque ont disparu depuis.

En bourse, on rencontre également des effets de mode. En 2006, les sociétés de tout premier ordre ne se payaient pas cher. On ne payait pas de prime pour avoir de la qualité. Le marché adorait les actions très cycliques, telles que les matières premières et autres et ce, suite à l'expansion économique fulgurante de la Chine. A l'époque, nous étions bien heureux d'opérer à contre-courant, de laisser les cycliques et les bancaires aux autres et de n'acheter que de la qualité. Aujourd'hui, nous limitons à nouveau les actions très populaires et cherchons des opportunités là où le marché ne va pas, là où la concurrence est moins rude.

Malheureusement, à court terme, nous pouvons donner l'impression d'être dépassés, comme Buffett et Eveillard à l'époque, mais nous estimons que c'est le prix à payer pour la prudence et sommes convaincus que ce que nous semons aujourd'hui nous permettra de mieux tenir en cas de correction et surtout de mieux performer que les marchés quand on considère un cycle dans son entièreté.

Parmi les sociétés avec un 'momentum' élevé, nous détenons encore Microsoft, LVMH, Ferrari, Alphabet (Google) et Tencent.

Toutes nos autres positions se traitent à des multiples inférieurs ou égaux à leur moyenne historique et en aucun cas il y a une crainte que les bénéfices actuels soient gonflés par un environnement excessivement propice propre au secteur ou à la société en question.

Notre portefeuille contient énormément d'actions et d'obligations de sociétés ayant annoncé d'excellents résultats. Nous ne pouvons malheureusement pas prévoir le timing d'une éventuelle hausse des cours mais nous sommes néanmoins convaincus que si les bénéfices continuent à évoluer de la même manière, les cours suivront tôt ou tard.

Si un reproche peut nous être fait cette année, c'est celui d'avoir eu, aussi bien en actions qu'en obligations, plus de dossiers décevants que d'habitude. Mais comme le dit Warren Buffett : « Si après chaque parcours de golf on pouvait éliminer nos mauvais coups, on serait tous scratch ! ».

Le plus important pour nous est d'apprendre de nos erreurs (on en fera malheureusement toujours dans un portefeuille diversifié) et de surtout bien maintenir notre mentalité, notre philosophie de gestion et notre processus d'investissement.

Bien amicalement,



*Thomas Vanderlinden*



*Stéphane Mercier*



*Vincent de Pret*



*Frédéric Van Doosselaere*