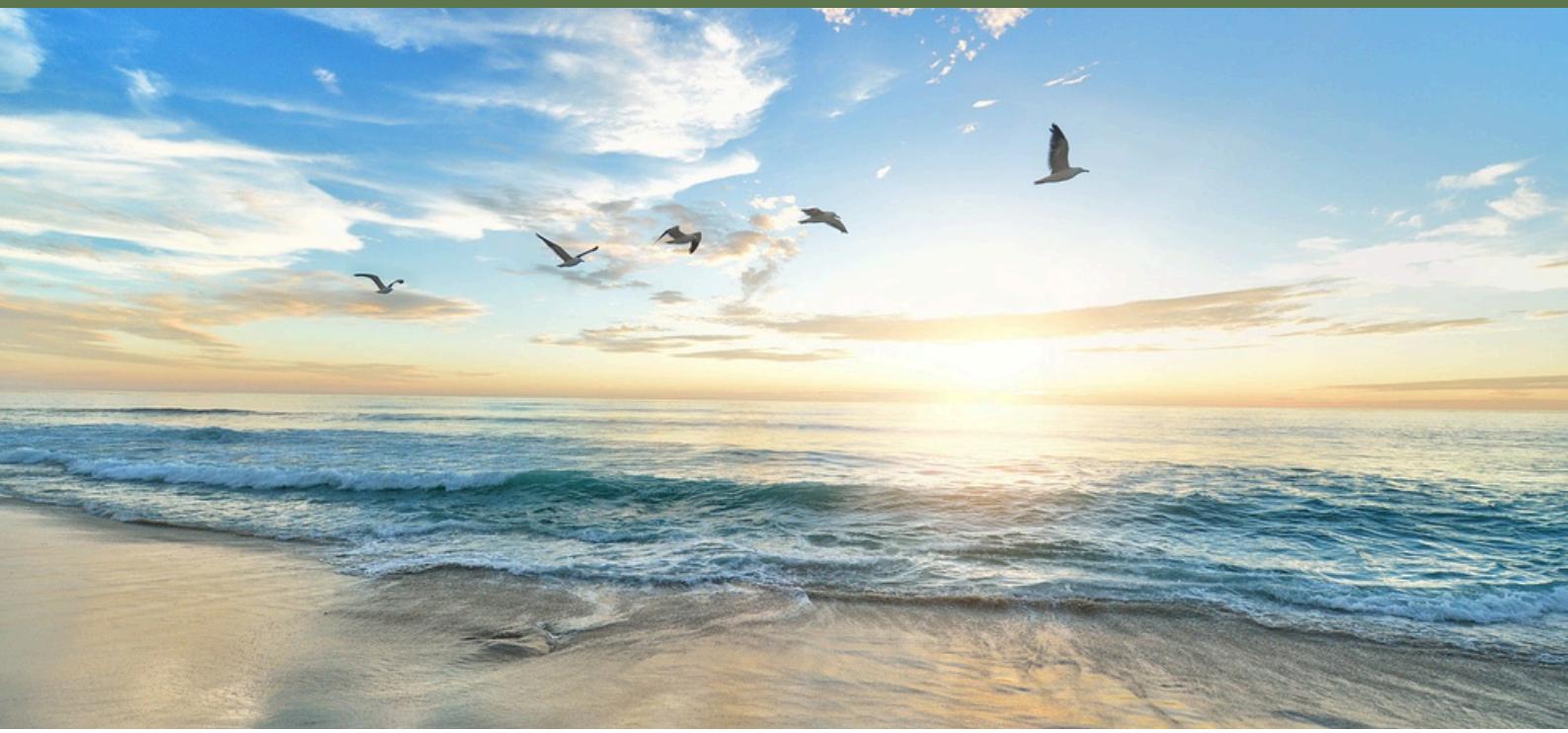


Lettre Graham-Schlossville

Publiée par la Financière de La Clarté



Notre cabinet

INDÉPENDANCE - TRANSPARENCE - ASCENSION - DISCRÉTION

Financière de La Clarté est un cabinet de gestion privé, basé à Brest et disposant de bureaux à Lorient et à Paris. Forte d'une expertise reconnue en gestion de patrimoine et en finance de marché, elle accompagne ses partenaires avec une approche exigeante et résolument différenciante dans la préservation et le développement de leur patrimoine.

Chez Financière de La Clarté, nous allons bien au-delà du rôle d'intermédiaire. Nous concevons et structurons des solutions sur mesure, pensées pour répondre avec précision aux enjeux spécifiques de chaque partenaire. Cabinet privé détenu par ses associés fondateurs, nous partageons une même passion : la réussite durable de nos partenaires.

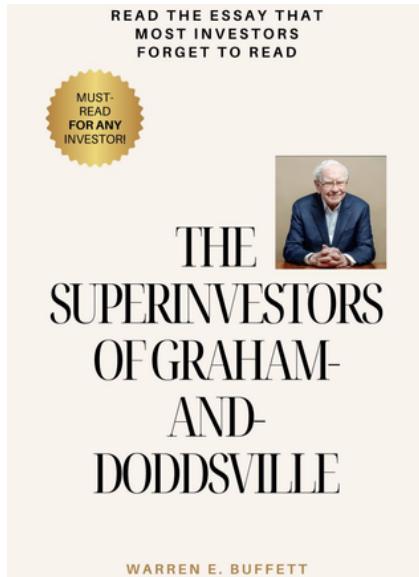
Notre ambition est claire : vous aider à atteindre vos objectifs financiers en identifiant les meilleures opportunités tout en maîtrisant les risques. Grâce à un accompagnement personnalisé et de long terme, nous vous offrons une stratégie patrimoniale cohérente, adaptée à votre situation et à vos aspirations.



Sommaire

- Page 1 - Idée de lecture
- Page 2 - Article
- Page 4 - Indicateur M. Marché
- Page 5 - Portefeuille Value Monde
- Page 6 - Portefeuille Citadelle
- Page 7 - Gestion Pilotée
- Page 8 - 20 idées d'analyses
- Page 9 - Contact et disclaimer

Idée de lecture



Auteur : Warren Buffett

Titre : The superinvestors of Graham-and-Doddsville

Editeur : Columbia Business School

Date de parution : 1984

Principales citations :

- “Le fondement théorique partagé par les investisseurs venant de Graham-and-Doddsville est d'estimer l'écart entre la valeur intrinsèque d'une entreprise et le cours de marché d'une action de cette entreprise. Ils ne font qu'exploiter les différences entre cours et valeur intrinsèque, sans se soucier de l'efficience des marchés.”
- “J'ai toujours été surpris de constater la rapidité avec laquelle les gens adhéraient ou réfutaient l'idée d'acheter un billet d'un dollar pour 40 cents. C'est comme un vaccin. S'il ne fait pas effet rapidement, tous vos efforts n'y feront rien. Certains n'arrivent pas à comprendre le concept, pourtant simple.”
- “Je suis convaincu que le marché n'est pas si efficient qu'on le croit, car les investisseurs de Graham-and-Doddsville ont su tirer parti des différences entre cours et valeur. Quand les cours d'un titre sont influencés par la foule de Wall Street, avec des cours formés à la marge par les personnes les plus émoticènes, les plus cupides ou les plus anxieuses, il est difficile d'avancer que le marché est toujours rationnel. De fait, les cours n'ont bien souvent aucun sens.”

Lien vers L'Investisseur Averti



Article

6. Erreur numéro 6 : Croire aux histoires (extrait du livre L'Investisseur Averti)

Les influences sur les cours des actions sont si nombreuses et si complexes que personne n'a jamais été en mesure de prédire la tendance des cours des actions avec un succès constant.

John Templeton

Dans l'univers complexe et imprévisible de la bourse, il est tentant de succomber aux sirènes des prévisions optimistes et des belles histoires de croissance. De nombreux investisseurs se laissent séduire par des entreprises prometteuses, attirés par des récits captivants de succès et d'innovation. Cependant, il est crucial de se rappeler que la bourse est un terrain où les illusions peuvent rapidement se dissiper et où les prévisions les plus séduisantes peuvent s'avérer trompeuses. Il m'apparaît essentiel de préciser que l'investisseur court des dangers importants en suivant aveuglément les modes et les récits de croissance potentielle et continue.

Avant d'aller plus en profondeur dans la compréhension de l'investissement dans la croissance, il est naturel de faire ressortir une définition intelligible. Benjamin Graham explique que « le qualificatif valeur de croissance est utilisé pour tout titre dont le taux de croissance des bénéfices (historique et prévisionnel) est très supérieur à celui du marché ». Il affine son explication en citant divers critères liés à ce type d'investissement.

Tout d'abord, les entreprises bénéficiant d'une croissance forte ou étant placées en amont d'une prévision de croissance supérieure au marché, sont valorisées avec des multiples financiers élevés. Ceci en fait donc un investissement risqué, de par l'achat à un prix supérieur à la réalité économique actuelle de l'entreprise (valeur intrinsèque). L'acheteur de ce type de valeur se désintéresse trop souvent du prix d'achat et espère, fait des prévisions, spéculé, au sujet des sentiments futurs des autres acteurs du marché, ou éventuellement des résultats futurs liés à une croissance soutenue. Même si ce spéculateur est plus intelligent, ou bénéficie de plus de chance que les autres spéculateurs, il se retrouvera face à deux difficultés principales.

Première difficulté, « Une croissance particulièrement forte tend à s'essouffler. En effet, la taille devient un handicap pour continuer de croître au même rythme. À un moment donné, le taux de croissance diminue, jusqu'à se retourner ». Benjamin Franklin l'expliquait dès le XVIII^{ème} siècle, « soleil du matin ne dure pas tout le jour ». Seconde difficulté : « Les actions affichant de belles performances et de bonnes perspectives se vendent déjà à des prix reflétant cela. Les perspectives peuvent se révéler exactes, sans pour autant que le titre enregistre une belle performance, car l'investisseur a déjà payé (ou même surpayé) ces perspectives. »

En tant qu'investisseur raisonnable, l'important est de s'assurer de ne pas surestimer la croissance future, au risque de créer des bulles, ou même des situations de survalorisations pouvant se conclure par un douloureux retour à la réalité économique. Un récent rapport sur la stabilité financière dans le monde du Fonds Monétaire International va dans ce sens en expliquant qu'il est important d'empêcher le financement excessif des marchés financiers. La cause majoritaire entraînant un Krach boursier, néfaste à la société et à votre patrimoine n'est autre que la spéculation émanant d'une confiance trop grande en l'avenir. Buffett exprime le risque des prévisions de croissance comme suit : « Nous estimons qu'il est fallacieux et dangereux pour un dirigeant de prédire le taux de croissance de sa société. Bien sûr, certains sont poussés à le faire par leurs analystes et par leur direction financière. Ils devraient savoir résister, car leurs prévisions sont souvent à l'origine des problèmes à venir. »

Si même un membre de la direction de la société ne peut objectivement prévoir précisément la croissance future de celle-ci, il apparaît complexe pour une personne externe à l'entreprise de proposer une prévision solide de la croissance. En ce sens, il me semble que tout l'art d'un bon investissement repose sur une analyse financière raisonnable et prudente.

Article

Toutefois, il s'avère que le développement de la gestion dite « croissance » s'est effectué en substruction de nouvelles méthodes d'analyse financière. Comme l'a indiqué Graham, l'émergence accrue de méthodes mathématiques complexes fait suite à une tentative de justification du prix d'achat de titres de croissance. « Ces techniques d'évaluation mathématiques priment sur les autres méthodes dans un domaine où nous devrions les prendre avec la plus grande circonspection. En effet, plus l'évaluation d'une action dépend de prévisions, moins elle est fonction de performances historiques avérées et donc, plus cette évaluation est vulnérable aux erreurs de calcul et aux hypothèses fallacieuses. »

James Montier appuie cette vision en affirmant que « dans le monde de la finance moderne, l'amour des chiffres a remplacé l'esprit critique « ... » Nous devons tous être sur nos gardes contre le déploiement artificiel de nombres sans signification ». Il précise plus loin dans son ouvrage Value Investing que Antunes a examiné la qualité des prévisions à court terme des analyses : « L'erreur moyenne de prévision sur 24 mois est d'environ 93%, l'erreur de prévision moyenne sur 12 mois est d'environ 45%. Mon travail sur les prévisions à long terme n'est pas plus gentil avec les analystes, ils ne sont pas meilleurs pour prévoir la croissance à long terme qu'ils ne le sont pour la croissance à court terme. »

En fait, l'important est de se rappeler qu'un « bon investissement » est l'achat « d'une bonne entreprise au bon prix ». Bien que l'entreprise soit qualitative en présentant une croissance historique exceptionnelle, il faut toujours considérer le niveau de valorisation. Il apparaît nécessaire de se rappeler des cas semblables par le passé. Comme les « Nifty 50 » et leurs prix fin des années 60, début des années 70. Les prévisions de croissances se sont avérées justes. Le seul problème était que le prix payé était déjà trop élevé pour justifier une progression du cours de bourse. Les entreprises ont donc continué d'être florissantes, mais le cours de bourse s'effondra dans les années 1973-1974, pour sous-performer le marché. Le mythique investisseur français William de Prémorel-Higgons présente assez bien cela en affirmant que : « La plupart des investisseurs oublient que personne n'a déterminé des facteurs quantifiables permettant d'établir pourquoi certaines entreprises croissent plus vite que d'autres, c'est-à-dire une théorie de la croissance des entreprises ou a contrario une théorie permettant de déterminer quelles entreprises feront moins bien que la moyenne. »

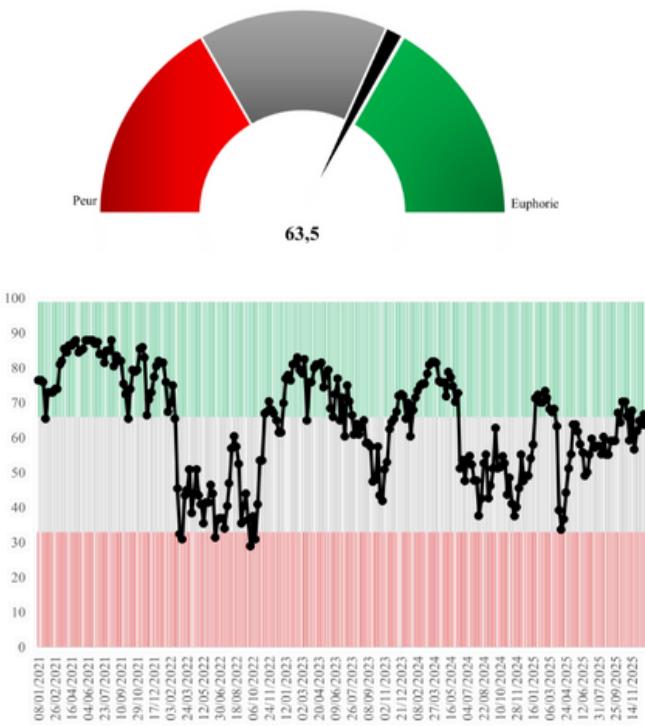
Il estime par ailleurs qu'il est quasiment impossible de déterminer à l'avance la croissance des sociétés cotées. En outre, nous pouvons nous référer aux écrits de Fred Schwed : « Ces types d'investissements considérés comme « les meilleurs » changent selon les périodes. L'erreur pathétique sur laquelle ils reposent réside dans le fait que les valeurs considérées comme les meilleurs soient tout simplement les valeurs les plus populaires, les plus actives, celles dont on parle le plus, les plus poussées, et par conséquent, les plus chères du moment. C'est vraiment un phénomène de mode, comme les chapeaux d'Eugénie ou les moustaches lustrées. »

Si toutefois les enseignements de Graham, considéré comme un investisseur dans la valeur et non dans la croissance, ainsi que les faits historiques avérés ne vous permettent pas de bien comprendre les risques liés aux belles histoires, nous pouvons nous intéresser aux travaux de Fisher, et principalement à son ouvrage Actions ordinaires et profits extraordinaires. Fisher confirme les explications de Graham au sujet des prévisions :

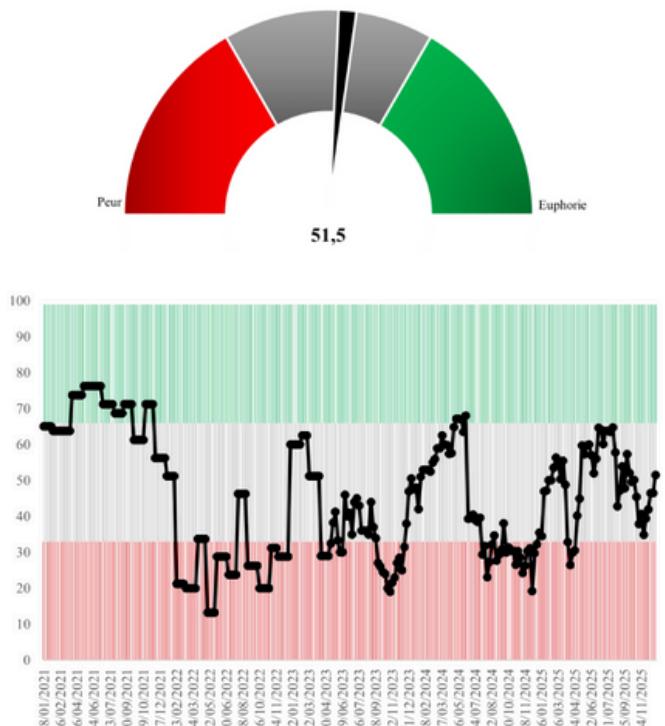
« L'investisseur moyen est tellement habitué à avoir des prévisions économiques à sa disposition qu'il risque de leur accorder une trop grande confiance. Si c'est le cas, je lui suggère de reprendre les prévisions éditées chaque année dans le Commercial & Financial Chronicle pour une année prise au hasard depuis la deuxième Guerre Mondiale. J'ai l'impression qu'il apprendra beaucoup à revenir sur ces prévisions, même s'il a déjà bien conscience de leurs limites. »

Indicateur M.Marché (lien)

M.Marché Grandes capitalisations



M.Marché Petites capitalisations



Nous voici à l'heure du bilan annuel. L'année 2025 n'a rien inventé, mais elle a confirmé une vieille loi des marchés : l'enthousiasme est rarement rationnel, et la raison arrive souvent en retard.

L'économie française est restée debout (+0,9 %), sans élan ni panache. La consommation a fait office de bêquille, les taux en baisse ont offert un peu d'oxygène, mais la dette publique continue de courir plus vite que la croissance, sur fond d'instabilité politique devenue presque structurelle. La BCE a desserré l'étau monétaire, mais on ne corrige pas des années d'indiscipline budgétaire avec quelques points de base en moins.

En Bourse, le CAC 40 progresse d'environ 10 %. Une performance très honorable en apparence, trompeuse en réalité. Sous la moyenne, les écarts sont violents. Les banques et la défense ont tiré leur épingle du jeu, soutenues par des bilans solides, des carnets de commandes visibles et des besoins très concrets. À l'opposé, le luxe et certaines valeurs dites de "croissance" ont rappelé une évidence trop souvent oubliée : un grand nom n'est jamais une marge de sécurité.

L'année 2025 a également vu prospérer plusieurs excès. L'intelligence artificielle est une révolution industrielle, mais aussi une formidable machine à surpayer l'avenir. Beaucoup de promesses, et des valorisations qui supposent un monde sans erreurs. La défense, elle, n'est pas une bulle mais un cycle long, dicté par la géopolitique ; néanmoins, même les meilleures entreprises deviennent de mauvais investissements lorsqu'elles sont achetées trop cher.

Notre cap, lui, ne change pas. Nous investissons dans des entreprises simples à comprendre, bien dirigées et acquises avec une marge de sécurité suffisante. La patience n'est pas une vertu morale : c'est une discipline financière, et l'un des rares avantages durables de l'investisseur de long terme.

Portefeuille Value Monde

Présentation :

Le Mandat d'Arbitrage Value Monde s'inscrit dans la lignée des grands principes du value investing, fidèle à la conviction de Seth Klarman : « À long terme, l'approche fondée sur la valeur fonctionne si bien que peu de ses défenseurs ne l'abandonnent jamais. » Destiné aux investisseurs avertis, il offre une gestion déléguée exclusive visant à dynamiser le patrimoine avec une stratégie disciplinée et rationnelle. Accessible à partir de 250 000 € sous forme de FAS luxembourgeois.

La stratégie repose sur l'identification d'entreprises sous-évaluées, dont le prix est inférieur à leur valeur intrinsèque. Cette sélection s'appuie sur une analyse approfondie des fondamentaux : rentabilité durable, solidité financière, potentiel de croissance et qualité du management.

En combinant une approche value et quality, le mandat vise des sociétés résilientes, bien gérées et capables de créer de la valeur à long terme. Cette philosophie d'investissement, patiente et sélective, cherche à générer une performance attractive tout en maîtrisant les risques par une compréhension fine des entreprises détenues.

Le profil Value Monde ne garantit aucun objectif de rentabilité, le capital investi est susceptible de varier à la hausse comme à la baisse (risque de perte en capital).

| Année | PROFIL VALUE MONDE |
|---|--------------------|
| Rendement annualisé depuis création (31/12/2019) | 13,22% |
| Rendement total depuis création (31/12/2019) | 109,53% |
| 2020 | 6,33% |
| 2021 | 36,40% |
| 2022 | 2,02% |
| 2023 | 12,17% |
| 2024 | 12,49% |
| 2025 | 12,22% |

Portefeuille Citadelle

Présentation :

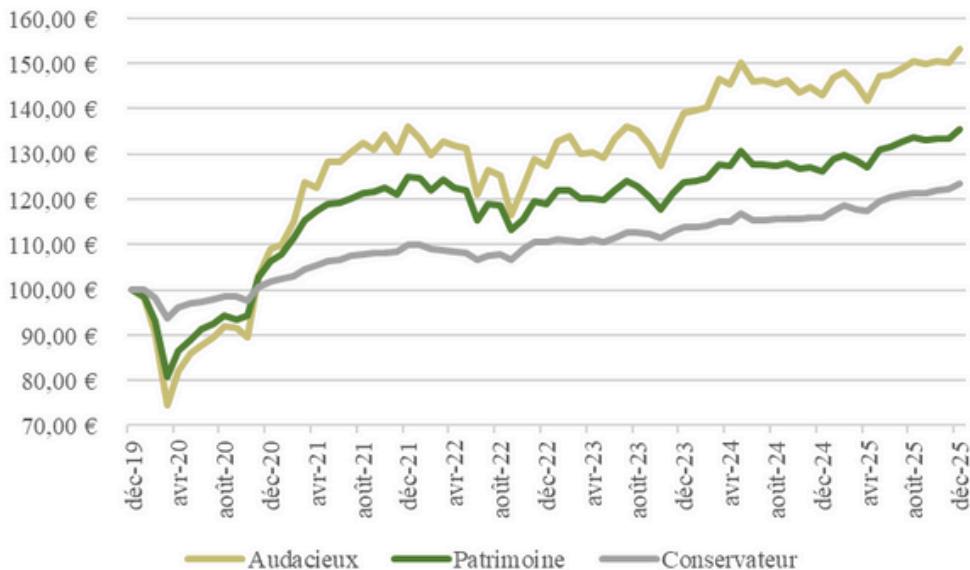
Le Mandat d'Arbitrage Citadelle est une solution de gestion déléguée, conçue pour offrir une performance absolue, indépendante des fluctuations des marchés. Accessible à partir de 250 000 € sous forme de FAS luxembourgeois, il permet d'investir dans des stratégies normalement indisponibles dans les contrats traditionnels.

Sa philosophie repose sur une multigestion décorrélée, combinant plusieurs moteurs de performance. L'arbitrage de fusions-acquisitions vise un rendement régulier en exploitant les écarts liés aux opérations de rapprochement, avec une volatilité faible et une grande indépendance vis-à-vis des marchés. La poche Euro-taux offre stabilité, liquidité et préservation du capital lors des phases d'incertitude. Les stratégies Long/Short Market Neutral génèrent des performances indépendantes des tendances grâce à l'exploitation des écarts de valorisation, renforçant la stabilité du portefeuille. Enfin, le Long/Short à biais positif combine exposition maîtrisée aux actions et couverture active pour capter les hausses tout en limitant les risques.

Le profil Citadelle ne garantit aucun objectif de rentabilité, le capital investi est susceptible de varier à la hausse comme à la baisse (risque de perte en capital).

| Année | PROFIL CITADELLE |
|---|------------------|
| Rendement annualisé depuis création (31/12/2024) | 12,34% |
| Rendement total depuis création (31/12/2024) | 12,34% |
| 2025 | 12,34% |

Gestion pilotée



Présentation :

La gestion pilotée est un service de conseil pour faire fructifier l'épargne financière en assurance vie, plan épargne retraite et contrat de capitalisation. En choisissant notre service de gestion pilotée, l'épargnant délègue à l'équipe de Financière de La Clarté les décisions d'arbitrages, dans le dessein de bénéficier d'un portefeuille investit et flexible visant une performance absolue à moyen/long terme. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La gestion pilotée ne garantit aucun objectif de rentabilité, le capital investi est susceptible de varier à la hausse comme à la baisse (risque de perte en capital).

| Année | PROFIL AUDACIEUX (SRI 5/7) | PROFIL PATRIMOINE (SRI 4/7) | PROFIL CONSERVATEUR (SRI 3/7) |
|--|----------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Rendement annualisé depuis création (31/12/2019) | 7,35% | 5,17% | 3,57% |
| Rendement total depuis création (31/12/2019) | 53,08% | 35,32% | 23,45% |
| 2020 | 9,09% | 6,36% | 1,75% |
| 2021 | 24,68% | 17,19% | 8,14% |
| 2022 | -6,31% | -4,67% | 0,46% |
| 2023 | 9,18% | 3,87% | 2,99% |
| 2024 | 2,84% | 2,15% | 1,94% |
| 2025 | 6,99% | 7,14% | 6,28% |

20 idées d'analyses

Le tableau regroupant 20 idées d'investissement que nous travaillons actuellement. La sélection s'effectue sur la base de deux facteurs, le premier étant le niveau de décote (selon notre modèle d'analyse propriétaire), le second étant le momentum. Le dessein est de mettre en avant les sociétés disposant de la meilleure relation value-momentum (à unique dessein informatif).

MA = Mesure de valorisation, ROCE = mesure de rentabilité, GRANIT = Note de qualité (sur 10)

| SOCIETE | CAPITALISATION | MA | ROCE | GRANIT | ÉVOLUTION 1 AN |
|--|------------------|------|-------|--------|----------------|
| ✉ LACROIX GROUP SA (XPAR:LACR) | € 59 156 430 | 2,5 | 8,2% | 0,00 | |
| ✉ OMER - DECUGIS & CIE SA (XPAR:ALODC) | € 67 208 080 | 5,3 | 23,3% | 4,50 | |
| ✉ WE. CONNECT SA (XPAR:ALWEC) | € 72 455 700 | 5,3 | 22,7% | 10,00 | |
| ✉ ADL PARTNER SA (XPAR:DKUPL) | € 117 441 400 | 6,3 | 34,0% | 6,50 | |
| ✉ FOUNTAINE PAJOT SA (XPAR:ALFPC) | € 169 692 500 | 5,3 | 25,5% | 6,50 | |
| ✉ SWORD GROUP SE (XPAR:SWP) | € 347 436 700 | 9,8 | 23,2% | 9,00 | |
| ✉ GL EVENTS SA (XPAR:GLO) | € 912 975 800 | 4,7 | 18,5% | 5,00 | |
| ✉ VIEL ET COMPAGNIE SA (XPAR:VIL) | € 1 129 664 000 | 8,6 | 18,0% | 8,00 | |
| ✉ WAVESTONE SA (XPAR:WAVE) | € 1 354 904 000 | 10,3 | 17,7% | 10,50 | |
| ✉ SOCIETE L.D.C. SA (XPAR:LOUP) | € 3 181 432 000 | 8,3 | 13,7% | 8,00 | |
| ✉ TRIGANO SA (XPAR:TRI) | € 3 320 037 000 | 7,6 | 16,7% | 7,00 | |
| ✉ VICAT SA (XPAR:VCT) | € 3 403 420 000 | 7,2 | 11,4% | 7,50 | |
| ✉ NEXANS SA (XPAR:NEX) | € 5 546 838 000 | 9,2 | 25,3% | 9,50 | |
| ✉ SPIE SA (XPAR:SPIE) | € 8 393 051 000 | 10,1 | 20,3% | 9,00 | |
| ✉ IPSEN SA (XPAR:IPN) | € 10 141 560 000 | 8,5 | 22,6% | 9,00 | |
| ✉ ALSTOM SA (XPAR:ALO) | € 11 948 090 000 | 7,9 | 12,7% | 8,50 | |
| ✉ BOUYGUES SA (XPAR:EN) | € 17 388 380 000 | 6,4 | 13,7% | 7,00 | |
| ✉ VEOLIA ENVIRONNEMENT SA (XPAR:VIE) | € 22 207 200 000 | 5,6 | 11,7% | 6,00 | |
| ✉ PUBLICIS GROUPE S.A. (XPAR:PUB) | € 22 521 860 000 | 7,9 | 22,2% | 9,00 | |
| ✉ Capgemini SE (XPAR:CAP) | € 24 333 790 000 | 7,7 | 21,3% | 10,00 | |

Contact



Ronan Quéré
Bureau de Brest



Thibault Le Flanchec
Bureau de Brest



Laurence Crétte
Bureau de Paris



Axel Rio
Bureau de Lorient



Matthieu Bescond
Bureau de Brest

rq@financiere-de-la-clarte.fr
06 60 57 15 81

tlf@financiere-de-la-clarte.fr
06 68 00 51 38

lc@financiere-de-la-clarte.fr
06 60 41 23 12

ar@financiere-de-la-clarte.fr
06 33 10 26 63

mb@financiere-de-la-clarte.fr
06 87 65 10 15



Disclaimer

* Les rendements annualisés présentés ont pour base de départ décembre 2019 (back-testing). Par ailleurs, ils ne prennent pas en compte d'éventuels frais d'entrée et de gestion. Avertissement : Les informations présentées dans cette Newsletter ne constituent ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. La décision d'investissement dans les différents portefeuilles Value Monde, Citadelle, Audacieux, Patrimoine et Conservateur doit résulter d'un échange avec les équipes de Financière de La Clarté. Il convient que chaque investisseur, au cours de ses échanges avec nos équipes, se forge une opinion sur le risque qu'il prend et sur l'adéquation de ce risque à sa situation financière et à ses besoins. Les équipes de **Financière de La Clarté** déclinent toute responsabilité à l'égard de toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise sur la base des données figurant dans cette plaquette. Les informations contenues dans ce document ne sauraient donc avoir une quelconque valeur contractuelle. Cette Newsletter ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres et/ou OPCVM. Toutes les analyses formulées dans ce document sont celles des équipes de **Financière de La Clarté** et sont offertes dans un cadre purement informatif. Ces analyses peuvent faire l'objet de modifications, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives aux sociétés et/ou OPCVM. Les équipes de **Financière de La Clarté** attirent l'attention du lecteur sur le fait qu'elles peuvent posséder les instruments financiers présentés. Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. La présente newsletter ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord des équipes de **Financière de La Clarté**.

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Investir en Bourse expose à une perte en capital.**