

ASSET MANAGEMENT

Le gérant - David Pastel mise sur la valeur intrinsèque



Polytechnicien, diplômé de l'École nationale de la statistique et de l'administration économique, d'un DEA de finance et d'économie internationale de Paris-Dauphine, actuaire de l'Institut des actuaires français et analyste financier du Chartered Financial Analyst Institute, David Pastel a débuté sa carrière en 1985 sur les marchés d'options au sein de la Banque Indosuez et de la Midland Bank à New York. En 1991, il a rejoint Towers Perrin à Paris comme responsable de l'activité de conseil en gestion du passif social des entreprises. Deux ans plus tard, il a intégré le GAN où il a été successivement responsable de l'actuariat financier et gérant de portefeuilles actions. En 1995, il est devenu responsable de la gestion en actions de MAAF Assurances. David Pastel est à ce jour gérant-analyste et président-fondateur de Pastel & Associés, société de gestion indépendante qu'il a créée en 1997.

- Société de gestion : **Pastel & Associés**
- Expérience du gérant : **25 ans**
- Fonds gérés : **Valeur Intrinsèque, Intrinsèque Europe et Margin of Safety Fund**
- Encours gérés : **270 millions d'euros d'actifs**

Pastel & Associés met en œuvre une gestion indépendante des cours de Bourse, avec une recherche interne autonome, sans recours aux conseils et recommandations des sociétés de Bourse et des banques d'investissement. «Nous refusons la tyrannie des cours de Bourse, affirme David Pastel. Cette approche nous a bien profité, que ce soit lors de l'éclatement de la bulle des TNT ou de la crise actuelle». Au 15 septembre dernier, son fonds phare, Valeur Intrinsèque, a progressé de 49,4 % en 2009, contre 18,6 % pour le MSCI World et limite le recul, sur trois ans, au 15 septembre, à -17,6 %, contre -28 % pour l'indice. «Plutôt que d'essayer de deviner ce que feront les marchés, nous prenons nos décisions sur la base de la valeur intrinsèque (VI) des sociétés, explique David Pastel. Elle détermine le prix maximum auquel nous sommes prêts à acheter un titre. Nous la calculons à partir des free cash-flows générés par la société sur un cycle complet d'activité en prenant un certain nombre de marges de sécurité concernant l'évaluation des cash-flows, les hypothèses de croissance à venir et le taux d'actualisation retenu.» Le gérant accorde également beaucoup d'importance à la qualité du management, ainsi qu'à la solidité et la cohérence du business model

dans le temps. Il regarde aussi des éléments plus quantitatifs «en ne retenant que les sociétés ayant produit sur les cinq à sept dernières années des taux élevés de rentabilité et dont le cours d'acquisition initial est inférieur ou égal à la VI», explique-t-il. La rentabilité est en effet centrale pour David Pastel, puisque pour chaque valeur entrée en portefeuille, son objectif est d'obtenir un retour sur investissement supérieur à 10 % en moyenne annuelle à un horizon de 5 ans, soit, pour chaque investissement, une performance absolue potentiellement supérieure à 60 %. «Nous conservons une valeur en portefeuille tant que les cours ne deviennent pas excessifs par rapport à notre estimation de la valeur intrinsèque», ajoute David Pastel. Les titres sont sélectionnés dans un univers d'investissement large, en Europe, en Angleterre et aux Etats-Unis, grâce à un processus d'analyse progressif. «Notre méthode nous permet d'examiner plusieurs centaines de sociétés par an, affirme-t-il. En premier lieu, nous évacuons les secteurs qui ne semblent pas assez rentables à long terme, comme la sidérurgie et la chimie lourdes. Ensuite, lorsque nous nous intéressons à

une société, une heure ou deux nous suffisent pour analyser le positionnement, le discours des dirigeants, les taux de rentabilité, l'endettement... Les sociétés franchissant cette étape font ensuite l'objet d'une analyse approfondie qui dure plusieurs mois et nécessite la saisie dans nos systèmes des comptes consolidés sur 7 à 10 ans. Comme nous investissons à long terme dans des sociétés pérennes, notre diagnostic est valable plusieurs années, c'est un gain de temps précieux. Le réactualiser ne nous prend alors pas plus de quelques heures». Pour élargir encore plus son univers d'investissement, David Pastel mise par ailleurs sur la méthode du fil en aiguille, «consistant à identifier les concurrents, les distributeurs et les fournisseurs des sociétés déjà analysées», précise-t-il. Enfin, une ou deux fois par an, le gérant recourt à un filtre quantitatif «pour ne pas passer à côté de sociétés qui offriraient des rentabilités exceptionnelles, précise-t-il, mais dans les faits, cela n'apporte pas grand-chose de plus par rapport à notre pratique habituelle». ■ Floriane Tedoldi

«Nous prenons des marges de sécurité concernant l'évaluation des cash-flows.»

Les 3 obligations préférées du gérant

- **Premier Farnell**, premier distributeur mondial de composants électroniques en petite quantité : «Il dégage une marge opérationnelle nette aux alentours de 10 %, avec un endettement très modéré et un positionnement géographique favorable sur un marché avec de fortes barrières à l'entrée.»
- **USG**, leader dans les plaques de plâtre aux Etats-Unis : «Une société bien gérée et dominante sur les marchés locaux, où il y a peu de nouveaux entrants.»
- **Randstad** : «Une société bien gérée avec une stratégie cohérente dans un secteur, le travail temporaire, qui amortit la crise en raison d'un fort dégonflement des besoins en fonds de roulement en bas de cycle, ce qui génère du cash.»