

La lettre de Pastel & Associés

Le 2 juin 2010

"...tout le malheur des hommes vient d'une seule chose, qui est de ne pas savoir demeurer en repos, dans une chambre." (Pascal - les Pensées)

Cher Investisseur,

Un nouvel accès de volatilité secoue aujourd'hui les marchés financiers. Les explications abondent déjà, souvent contradictoires : l'intransigeance allemande, l'inconséquence grecque et latine, l'ampleur des déficits publics, les créances douteuses sur l'immobilier commercial nord-américain, la frilosité des consommateurs encore sous le choc de la récession des deux dernières années, ... De même, les opinions varient quant à la gravité, la durée et les conséquences sur l'économie réelle, des soubresauts boursiers actuels. Bien que les pessimistes semblent, en nombre et en visibilité, l'emporter sur les plus modérés.

Face à une telle profusion d'avis d'experts, déjà largement relayés par les médias, nous ne partagerons avec vous que quelques brefs commentaires :

- La situation semble en effet préoccupante et les risques de dérapage existent avec, comme conséquences possibles, la restructuration de la dette de certains états européens, une dévaluation multi-devises de l'euro qui pourrait être accompagnée d'une poussée d'hyper-inflation. La situation budgétaire des Etats-Unis n'est pas non plus des plus rassurantes, et on ne peut exclure une crise de confiance future des marchés à l'égard de leur capacité de remboursement.
- Il est, cependant, très difficile d'évaluer la probabilité de réalisation de ces risques. On peut simplement constater qu'elle est plus élevée aujourd'hui qu'en 2007. On peut aussi souligner l'existence de facteurs stabilisateurs, notamment, la puissance industrielle et la richesse de certains états européens comme l'Allemagne, la France, ou la Grande Bretagne ainsi que la relation de dépendance mutuelle entre d'une part la Chine aux réserves financières abondantes et l'Occident principal acheteur du produit de ses usines.
- L'instabilité actuelle n'est-elle pas, finalement, une donnée inhérente de l'économie moderne, désormais mondialisée et "sur-connectée" ? Et dans ces conditions, ne faut-il pas avant tout apprendre à fonctionner dans le cadre de ce nouveau paradigme plutôt que d'essayer, peut-être en vain, d'expliquer et de prévoir l'évolution d'un système aussi complexe ?

Dans un tel climat d'incertitude, il est indispensable de garder le cap, plutôt que de naviguer à vue et de devenir progressivement l'otage de la volatilité des marchés. En ce sens, notre approche, centrée sur la micro-économie à long terme des entreprises et l'indépendance en matière de recherche, constitue, d'après nous, une solution aux défis de la situation présente. Défis auxquels les méthodes de gestion traditionnelles les plus répandues, n'ont pas été, au cours de la dernière décennie, capables de répondre.

En revanche et pour mémoire, nos portefeuilles ont su traverser avec succès trois crises majeures, depuis le lancement de Pastel & Associés fin 1997 : la crise russe de 1998, l'éclatement de la bulle Internet en 2000-2002 et le krach des "subprimes" en 2007-2009. Après chaque crise, nos fonds ont su rebondir pour récupérer l'intégralité des pertes subies et générer des plus-values tout à fait honorables.

Ainsi les notions de valeur intrinsèque et de marge de sécurité sont-elles plus que jamais à l'ordre du jour. Deux exemples de sociétés de grande qualité, en portefeuille aujourd'hui, illustreront, mieux que de longs discours, et notre constance et notre discipline dans l'application de ces deux principes-clé.

Randstad (Pays-Bas)

Ce leader mondial du travail temporaire a réussi en 2008-2009 l'intégration d'un autre acteur majeur du secteur, VediorBis. Aujourd'hui le groupe devrait réaliser en année pleine un chiffre d'affaires compris entre 13 et 14 MM€, pour un résultat net qui devrait s'établir durablement au dessus de 300 M€ dès l'année prochaine, et voire, peut-être, en 2010. De 2003 à 2007, le chiffre d'affaires du groupe et son résultat net, avant prise en compte de l'acquisition de VediorBis, ont cru respectivement, de 75% et 400%. Sa structure financière est équilibrée, avec un endettement net de moins de 1 MM€ au 31 mars 2010. Son équipe de direction est une des meilleures, sinon la meilleure, du secteur. Son actionnariat est sain, avec le fondateur du groupe et sa famille toujours au capital à hauteur de 32%. Son activité se prête à des économies d'échelle importantes en matière de capacité de traitement administratif et de la paie, et de reconnaissance commerciale.

Enfin son potentiel de rentabilité et de croissance est loin d'être épuisé. En témoigne d'ailleurs la déréglementation en cours de plusieurs secteurs économiques, jusqu'alors interdits aux agences de travail temporaire. Ainsi en France, le secteur public n'est-il autorisé à avoir recours à Randstad et ses pairs que depuis seulement le 1^{er} août 2009.

Pour un cours de bourse actuel autour de 31€, le multiple de "free cash flow" moyen est inférieur à 14 : compte tenu de la qualité de ce dossier, un tel niveau de valorisation nous apparaît particulièrement raisonnable.

Cintas Corp* (Etats-Unis)

Ce groupe encore contrôlé par sa famille fondatrice est le leader nord-américain de l'uniforme de travail, qu'il fabrique, loue aux employés de ses clients, et nettoie. Son chiffre d'affaires a augmenté de 38% de 2003 à 2007 pour atteindre 3,7 MM\$.

Quant à son résultat net, son taux de croissance sur la même période a été de 34% et a représenté en 2007 300 M\$. Sa structure financière est très saine avec un endettement net faible.

A l'image d'un Sodexo (autre valeur présente dans certains de nos portefeuilles) dans la restauration collective qui évolue vers le "facilities management", Cintas élargit aujourd'hui progressivement son champs d'action, y ajoutant l'équipement de consommables de toilettes d'entreprises, les trousseaux de santé sur site, et enfin la destruction des documents sur le site du client ou en centre spécialisé.

*Cintas Corp, valeur cotée à la bourse de New-York, figure dans nos portefeuilles "actions internationales" mais n'est pas présent à ce jour dans notre fonds éligible au PEA, Intrinsèque Europe.

La croissance du groupe est maîtrisée et graduelle, avec comme objectif immédiat de maximiser les économies d'échelle locales caractéristiques de ses métiers résultant, entre autres, d'un réseau de routes reliant les sites de ses clients, autour d'unités de traitement centralisées.

Outre ses parts de marché locales très élevées, Cintas dispose d'autres atouts, notamment un taux de rétention commerciale très élevée dans son cœur de métier, l'uniforme de travail, avec des durées de contrats de trois à cinq ans.

Pour un cours de bourse actuel autour de 25\$, le multiple de "free cash flow" moyen est inférieur à 11, ce qui correspond à un niveau de valorisation plus intéressant encore que celui de Randstad.

Nous pourrions poursuivre, avec, par exemple, le cimentier français Vicat, dont le potentiel de croissance dans les pays émergents, la qualité de la gestion de l'équipe dirigeante et les avantages concurrentiels durables, propres à son métier, ne sont d'après nous que très imparfaitement incorporés dans le cours de bourse actuel de 54€ par action.

Quoiqu'il en soit, en 2010, nous continuerons de gérer vos fonds en fonction, comme par le passé, des deux mêmes priorités : la qualité des entreprises et leur valeur intrinsèque à long terme. De par les marges de sécurité importantes qu'elle intègre, cette approche a su, de 1998 à aujourd'hui, à la fois préserver le capital investi et le faire croître. Ainsi, notre fonds le plus ancien, Margin of Safety Fund (USD) (part P), obtient du 2 février 1998, date de sa création, au 28 mai 2010, un taux de rendement annualisé de 10,8%.

Pour récolter les fruits de son investissement, il est indispensable qu'à son tour le porteur de parts de nos fonds inscrive sa démarche dans la durée avec un objectif de détention de cinq ans ou plus. Pour ce faire, il devra s'armer de patience et surtout d'indifférence face aux fracas incessants en provenance des marchés financiers et des médias.

Bien sincèrement,

David Pastel

Avertissement :

La lettre de Pastel & Associés livre à ses lecteurs les réflexions ou analyses de David Pastel et ses équipes en matière d'investissement. Elle est publiée de temps à autre sans obéir à un calendrier précis.

Les analyses exprimées ici, ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente et ne reflètent que l'opinion de la société de gestion au moment de leur rédaction, en fonction des informations à sa disposition à cet instant. Cette opinion peut changer, à tout instant, sans que la société de gestion n'ait à en aviser les lecteurs du présent courrier. Par conséquent, la société de gestion n'est pas responsable de l'utilisation à des fins transactionnelles ou dans tout autre but, par le lecteur de ce document, des informations contenues dans ce courrier et des documents joints.

Les données quantitatives fournies dans ce document sont ajustées et retraitées selon les méthodes de la société de gestion et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Pastel & Associés est une société de gestion de portefeuille indépendante, réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément AMF : GP 97-108).