

PORTEFEUILLE

Chaque semaine, un gérant propose une sélection de valeurs

| Valeur | Pays | Code Sicovalm | Devise | PER | Cours (au 06/02/02) |
|------------------|-------------|---------------|--------|-----|---------------------|
| American Express | Etats-Unis | 902750 | dollar | 34 | 33,40 |
| Hunter Douglas | Pays-Bas | 952155 | euro | 9 | 31,50 |
| Manpower | Etats-Unis | 934113 | dollar | 21 | 33,90 |
| Manutan | France | 3230 | euro | 18 | 33,00 |
| Media 6 | France | 6440 | euro | 9 | 9,00 |
| Metalrax | Royaume-Uni | 922706 | livre | 9 | 0,66 |
| Premier Farnell | Royaume-Uni | 936942 | livre | 16 | 2,69 |
| Randstadt | Pays-Bas | 951212 | euro | 11 | 14,10 |
| Six Continents | Royaume-Uni | 952364 | livre | 14 | 7,20 |
| Timberland | Etats-Unis | 904101 | dollar | 13 | 37,90 |

* Le PER est calculé sur la base des derniers résultats annuels publiés.

Dix valeurs qui ne valent que par elles-mêmes

C'est tout un programme... « Son » premier fonds commun de placement, lancé en juin l'année dernière, s'appelle « Valeur Intrinsèque ». L'obsession de David Pastel est de s'affranchir des évolutions conjoncturelles. « Ce qui m'intéresse, c'est le cours de Bourse dans cinq ans », dit-il. Il conçoit « une action comme une participation à un projet d'entreprise à long terme et non comme un simple support d'un cours de Bourse fluctuant d'une séance à l'autre ». La société de gestion de portefeuille Pastel & Associés, ouverte à la fin de 1997 et dont les clients sont à la fois des « institutionnels » (pour une large part) et des personnes physiques, pratique une gestion « décalée » – pour reprendre son propre mot.

Qu'entend par là cet X de quarante ans qui a, derrière lui, quinze ans d'expérience des marchés (il a été en particulier responsable de la gestion actions de la mutuelle d'assurances Maaf) maintenant installé à son compte au côté de son associé Yves-Pascal Pelcener (il vient, lui aussi, de l'univers de la gestion actions, entre autres à l'Union Européenne de CIC) ? Il recherche « la rentabilité absolue dans la durée par opposition à la performance relative par rapport à un indice de référence et privilégie les sociétés ayant fait la preuve d'une capacité bénéficiaire supérieure à la moyenne et dont le cours de Bourse sous-estime le potentiel de rentabilité économique future ».

Dans la société de gestion de portefeuille, toutes les décisions d'investissement obéissent à un schéma identique, qu'il s'agisse des mandats de gestion, des fonds dédiés (Pastel & Associés a 210 millions d'euros d'encours clients), du FCP « grand public » ou des... 10 valeurs sélectionnées pour « Les Echos », qui figurent d'ailleurs toutes dans le portefeuille du FCP. David Pastel puise dans un vivier d'environ 1.500 valeurs d'Europe continentale, du Royaume-Uni et d'Amérique du Nord, régulièrement mis à jour et constitué « sans aucun recours aux bureaux d'études des sociétés de Bourse et des banques d'affaires ». Mais le noyau dur des valeurs dans lequel Pastel & Associés investit tourne entre 50 et 60 titres. C'est une gestion très « concentrée ». Cette « méthodologie commune », comme il le dit lui-même, s'articule autour de plusieurs axes prioritaires : « Des critères de tri très stricts en vue de maintenir des "marges de sécurité" élevées, des performances passées satisfaisantes et avérées, un niveau élevé exigé sur les retours sur capitaux investis et fonds propres, sur les marges opérationnelles et sur le taux de conversion du résultat en cash, des positionnements concurrentiels favorables (priorité donnée aux sec-

teurs stabilisés ou en voie de stabilisation en termes de concurrence, de modes de production et de distribution), des conflits d'intérêts identifiés et limités (intérêts des différents acteurs – salariés, direction et actionariat de contrôle – convergeant avec ceux de l'investisseur minoritaire). »

Autant de filtres qui ont été appliqués aux 10 valeurs du portefeuille de cette semaine. American Express occupe une position « écrasante » dans le domaine des cartes de paiement et de financement (« charge cards »). C'est le leader mondial. Une de ses principales forces est que, comme le souligne David Pastel, « les abonnements annuels sont souvent financés par les entreprises ». « Le taux de dépense des porteurs de carte American Express est 4 fois plus élevé que celui des porteurs de cartes MasterCard et Visa, précise-t-il. Le taux de "discount", c'est-à-dire la ristourne consentie par les commerçants à la société émettrice de la carte, est par conséquent plus élevé. »

« Ce qui m'intéresse, c'est le cours de Bourse dans cinq ans », dit David Pastel. Il conçoit « une action comme une participation à un projet d'entreprise à long terme et non comme un simple support d'un cours de Bourse fluctuant d'une séance à l'autre ».

Hunter Douglas est, lui aussi, un leader, puisqu'il occupe la première place dans le monde pour la protection de fenêtres haut de gamme (stores et volets). C'est, d'après David Pastel, « une entreprise très bien gérée et qui dégage une très belle marge ». « Elle croît beaucoup », dit-il, par acquisition de petits concurrents. « Pour rester dans le même registre, celui des « champions », Manpower n'est autre que le numéro deux dans le monde du travail temporaire. Le « souci du contrôle des coûts », qui caractérise l'entreprise, plaît à David Pastel. Elle a, selon lui, « un très fort potentiel de croissance ». « Manpower sait répliquer son modèle de pays en pays », ajoute-t-il. Il estime que le titre « est tout à fait accessible aujourd'hui ». Manutan, l'entreprise de distribution industrielle (équipements pour l'industrie et de bureau), « a montré qu'elle savait croître de façon profitable », explique le gérant du fonds Valeur Intrinsèque. Elle possède des

« barrières à l'entrée ». L'une d'entre elles – et ce n'est pas la moins importante – est « les positions fortes [les relations privilégiées avec les bons interlocuteurs] chez les clients », comme le souligne David Pastel. Au cours actuel, il estime que « le titre est abordable ». Media 6 est « une société intéressante qui s'occupe de PLV et d'aménagement des lieux de vente [présentoirs] ». Elle conçoit et fabrique les aménagements. « Jusqu'à maintenant, ce métier était segmenté », précise David Pastel. Media 6 « croît de manière importante, sa clientèle est bien diversifiée, les aménagements intérieurs dans les magasins changent de plus en plus souvent ». Le titre est, à son avis, « complètement décoté ».

Metalrax est une société anglaise qui produit « des pièces mécaniques et des systèmes de rangement pour les supermarchés ou pour les particuliers ». Elle réalise plus de 90 % de ses ventes au Royaume-Uni. « C'est une entreprise rentable et bien gérée », affirme David Pastel. La présence du management et de certains administrateurs dans le capital n'est pas faite pour lui déplaire. Premier Farnell est une affaire de distribution industrielle (composants électriques et électroniques). Elle ressemble à Manutan, mais elle est beaucoup plus grosse. « Elle est bien gérée, très rentable et le cours est abordable », conclut David Pastel. Randstadt est le numéro quatre du travail temporaire dans le monde. « La société occupe une position très forte aux Pays-Bas et en Allemagne où elle est le numéro un, mais elle est aussi présente aux Etats-Unis [elle est le numéro un dans le sud-est américain] », constate-t-il. « L'intégration de ses dernières acquisitions ne s'est pas très bien passée, mais la société se remet en cause et elle devrait être à nouveau sur la bonne voie. » Six Continents a trois métiers : l'hôtellerie (chaînes Intercontinental, Crown Plaza et Holiday Inn), les restaurants et les débits de boissons, et les boissons non alcoolisées. « C'est une entreprise très intéressante parce qu'elle est bien gérée et parce que ses structures financières sont très saines », remarque-t-il. Il reconnaît qu'il a pu acheter le titre, ainsi qu'American Express, dans de très bonnes conditions après le 11 septembre. Enfin, Timberland ferme – si l'on peut dire – la marche. 77 % des activités de l'entreprise américaine sont dans la chaussure de loisirs. Le reste est dans les vêtements. La stratégie de développement de l'entreprise qui essayait de contrôler la distribution de ses produits paraît très cohérente à David Pastel. Il souligne que « 30 % du capital sont contrôlés par la famille fondatrice ». Ce qui, là encore, n'est pas fait pour lui déplaire.

MICHEL TURIN