

Rapport semestriel

Au 30 juin 2017

PASTEL & ASSOCIÉS

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Avertissement

Les performances des fonds gérés par Pastel & Associés peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles des indices de marché, fournies ici à titre purement indicatif. Les informations contenues dans ce document ne constituent ni une recommandation ni une proposition d'achat ou de vente et n'ont pas vocation à être exhaustives, Pastel & Associés n'est pas responsable de leur utilisation éventuelle à des fins transactionnelles ou dans tout autre but. Elles ne reflètent que l'opinion et l'analyse de Pastel & Associés au moment de leur rédaction.

Pastel & Associés peut être conduit à tout moment et pour quelque raison que ce soit, à procéder à des opérations de cessions et/ou d'achats sur le portefeuille ici présenté sans devoir modifier en quoi que ce soit le présent document ou en avertir les destinataires.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Avant toute souscription, les investisseurs doivent prendre connaissance des documents réglementaires en vigueur ; les DICI et les prospectus dans lesquels sont détaillés les profils de risque des OPCVM évoqués dans ce document, sont disponibles sur le site www.pastel.fr.

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée ou l'altération des logos, analyses, graphiques ou textes figurant sur ce document sont interdites, sans l'accord préalable de Pastel & Associés.

Cher Investisseur,

Vous trouverez à la suite de cette introduction un inventaire du portefeuille commun à nos deux fonds, Margin of Safety Fund et son fonds maître Valeur Intrinsèque, sa répartition géographique et sectorielle, des données quant à l'exposition devises, ainsi que les principales transactions du semestre.

Vous constaterez à la lecture des tableaux qui suivent, que le portefeuille n'a pas évolué de manière majeure au premier semestre, à l'exception de la cession complète de deux positions présentes dans nos fonds depuis plusieurs années, à savoir IBM et D/S Norden. Les changements ayant impacté ces dernières années les business models, les stratégies et la gestion financière et opérationnelle de ces deux sociétés expliquent pour l'essentiel nos deux décisions de cession. Et ce malgré des niveaux apparents de valorisation boursière plutôt attractifs. Nous reviendrons plus en détail sur ces différents éléments dans la section "post-mortems" de notre compte rendu annuel 2017.

Les performances au premier semestre 2017 de nos fonds Margin of Safety Fund (part P) et Valeur Intrinsèque (part P) étaient respectivement de +0,21% et -3,53%.

La plupart de nos investisseurs sont présents dans nos fonds depuis de nombreuses années, et de ce fait familiers avec notre approche de gestion et notre mode de communication (cf. "Principes de notre gestion" et "Charte du porteur de parts" sur notre site). Pour eux, les performances de nos fonds sur une période de seulement six mois, bien courte par rapport à un horizon de gestion pluri-annuel, constituent une donnée factuelle, ne requérant pas, sauf circonstances exceptionnelles, de commentaires particuliers de notre part. Pour nos porteurs de parts nous ayant rejoints plus récemment, nous avons pensé que les points suivant pourraient cependant être utiles.

Les corrélations entre les performances semestrielles de nos fonds, d'une part, et pluri-annuelles (à trois et cinq ans) d'autre part, ont été, depuis les lancements de, respectivement, Margin of Safety en 1998 et Valeur intrinsèque en 2001 et jusqu'à aujourd'hui, statistiquement peu significatives.

Les performances de ce dernier semestre ne sont pas sans rappeler celles de nos fonds en 2015, avec une structure de portefeuille et des expositions-titres et sectorielles, elles aussi, assez proches. L'analyse que nous en faisons à l'époque dans notre Compte rendu de gestion 2015 nous apparaît toujours aussi pertinente aujourd'hui, et nous nous permettons donc d'en citer ici un extrait.

Nous écrivions alors :

"Nos fonds ont déjà par le passé connu de tels [...] écarts [...] de performance avec les principaux indices. Il en a été ainsi en 1998 pour Margin of Safety Fund, et en 2007-2008 puis 2011 pour l'ensemble des fonds que nous gérons."

"Malgré des conditions de valorisation particulièrement attractives au moment de leur achat, les cours de bourse des actions de sociétés relevant plus particulièrement des secteurs [...] parapétrolier et sidérurgique ont continué à baisser, souvent fortement. Ces baisses constituent pour nous autant d'occasions d'achat et illustrent, encore une fois, la maniaque-dépression dont souffre toujours Monsieur Marché, pour paraphraser Benjamin Graham. A court terme, l'évolution du cours de bourse ne reflète que l'équilibre ou le déséquilibre entre l'offre et la demande de titres. L'évolution des fondamentaux d'une entreprise n'est, elle, reflétée dans celle du cours de bourse de son action qu'à beaucoup plus long terme."*

En vous souhaitant un excellent été 2017,

Bien sincèrement,

David Pastel

* Sans doute aurions-nous dû, dans notre Compte rendu 2015, utiliser, à la place du terme "para-pétrolier", celui de "para-énergétique", les sociétés en portefeuille étant exposées tant au cycle gazier qu'à celui du pétrole.

Table des matières

Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 30 juin 2017	1
Répartition sectorielle au 30 juin 2017	2
Exposition au risque de change.....	3
Principales opérations de la période.....	4
<i>Annexe</i> : Performances boursières absolues et relatives des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création sur une base annualisée et cumulée	6

Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque¹ au 30 juin 2017

Devise	Valeur	Quantité	PRU (1)	Cours	% +/- value (en devise)	% +/- values (en euros)	Valeur boursière (en euros)	% Actif net	
EUR	Randstad	56 800	37,13	51,12	37,7%	37,7%	2 903 616	2,0%	
	Thermador Groupe	20 242	72,79	93,20	28,0%	28,0%	1 886 554	1,3%	
						33,7%	4 790 170	3,2%	
GBP	Next Group Plc	76 393	46,17	38,56	-16,5%	-19,9%	3 354 836	2,3%	
	Sports Direct International plc	450 000	2,84	2,91	2,4%	-0,2%	1 492 398	1,0%	
						-14,7%	4 847 234	3,3%	
NOK	Subsea 7	891 807	68,23	112,30	64,6%	51,6%	10 482 513	7,1%	
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	175 394	140,49	171,10	21,8%	8,2%	3 141 084	2,1%	
						38,7%	13 623 596	9,2%	
USD	American Express	63 600	69,16	84,24	21,8%	21,5%	4 697 439	3,2%	
	Bed Bath & Beyond Inc	57 700	61,29	30,40	-50,4%	-40,1%	1 537 925	1,0%	
	Cummins	47 600	118,54	162,22	36,8%	54,7%	6 770 130	4,6%	
	Deere & Company	110 350	86,13	123,59	43,5%	63,1%	11 957 526	8,1%	
	Diamond Offshore Drilling Inc	1 204 455	15,98	10,83	-32,2%	-33,1%	11 436 805	7,7%	
	Leucadia National Corp.	500 387	24,79	26,16	5,5%	20,0%	11 477 028	7,8%	
	Markel Corp.	7 850	965,49	975,86	1,1%	-2,7%	6 716 497	4,5%	
	Rowan Companies plc	539 210	16,62	10,24	-38,4%	-38,2%	4 841 095	3,3%	
	Tenaris	108 500	27,69	31,14	12,5%	5,6%	2 962 334	2,0%	
	Ternium SA	306 037	14,45	28,09	94,4%	91,4%	7 537 223	5,1%	
	Transocean Ltd	563 486	15,36	8,23	-46,4%	-47,8%	4 066 012	2,8%	
						-0,1%	74 000 013	50,1%	
CAD	Fairfax Financial Holdings Ltd	10 300	601,89	562,01	-6,6%	-5,2%	3 907 985	2,6%	
						-5,2%	3 907 985	2,6%	
							Total actions	101 168 999	68,5%
							Liquidités	46 477 429	31,5%
							Actif net	147 646 428	100,0%

* Prix de revient unitaire, en devise de cotation.

¹ Margin of Safety Fund étant nourricier du FCP Valeur Intrinsèque, seules les données relatives au fonds maître Valeur Intrinsèque sont présentées dans ce document, sauf indications contraires.

Répartition sectorielle au 30 juin 2017

Secteurs	Répartition
Services para-énergétiques	23,0%
Diamond Offshore Drilling Inc	
Rowan Companies Plc	
Subsea 7	
TGS-NOPEC Geophysical	
Transocean Ltd	
Holdings	14,9%
Leucadia National Corp.	
Fairfax Financial Holdings Ltd	
Markel Corp.	
Biens d'équipement	12,7%
Cummins	
Deere & Company	
Industrie lourde	7,1%
Tenaris	
Ternium SA	
Distribution de détail non alimentaire	4,3%
Bed Bath & Beyond Inc	
Next Group plc	
Sports Direct International	
Services financiers	3,2%
American Express	
Services aux entreprises	2,0%
Randstad	
Autre(s)	1,3%
Thermador Groupe	
Liquidités (€)	31,5%

Exposition au risque de change

Pour rappel, concernant Valeur Intrinsèque la part H fait l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro tandis que les autres parts (I et P) font l'objet d'une couverture partielle (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 75%). Concernant Margin of Safety Fund, le risque de change est couvert de manière partielle (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 75%) mais par rapport au dollar.

Pour les deux fonds, les politiques de couvertures partielles et systématiques ne sont généralement appliquées qu'aux expositions en devises supérieures à 10% du portefeuille.

Taux de couverture du risque de change

Devise de référence	Valeur Intrinsèque			Margin of Safety Fund	
	Part I	Part P	Part H	Part I	Part P
	Euro			USD	
USD	97,9%		95,2%	-	
GBP	0,0%		0,0%	0,0%	
NOK	0,0%		98,5%	0,0%	
CAD	0,0%		0,0%	0,0%	
EUR	-		-	19,5%	

Les taux de couverture partielle apparents (parts I et P), de près de 100% pour le US dollar et nul pour le NOK, résultent essentiellement du fait que les valeurs norvégiennes actuellement en portefeuille sont considérées, du fait du "business model" de leurs sociétés émettrices, comme des valeurs "Dollar", et couvertes en conséquence. En incluant ces valeurs dans l'assiette de calcul du taux, on serait plus proche d'un taux de 75% pour la couverture du US dollar.

Dans le cas des parts H, cette considération relative au "business model" n'intervient pas, la politique de couverture étant systématique et donc indépendante du "business model" des sociétés émettrices.

Principales opérations de la période

- Cession totale ou partielle de positions : D/S Norden (Danemark), IBM (Etats-Unis), Leucadia National Corp. (Etats-Unis), Ternium SA (Luxembourg) et TGS-NOPEC Geophysical Co. (Norvège).
- Constitution / renforcement de positions : Diamond Offshore Drilling Inc. (Etats-Unis), Fairfax Financial Holding Ltd (Canada), Markel Corp. (Etats-Unis), Next Group (Royaume-Uni) et Rowan Companies plc (Etats-Unis).
- Augmentation de la position "cash" à 31,5% du portefeuille au 30 juin 2017 contre 27,1% à fin 2016.

Annexe : Performances boursières absolues et relatives des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création sur une base annualisée et cumulée

Données en pourcentage

	Margin of Safety Fund (part P)	MSCI World (USD) dividendes réinvestis	Différence
1998	2,5	21,0	(18,5)
1999	42,0	24,9	17,1
2000	15,1	(13,2)	28,3
2001	5,7	(16,8)	22,5
2002	(13,4)	(19,9)	6,5
2003	43,8	33,1	10,7
2004	23,9	14,7	9,2
2005	5,3	9,5	(4,2)
2006	20,9	20,1	0,8
2007	(4,0)	9,0	(13,0)
2008	(40,1)	(40,7)	0,6
2009	69,9	30,0	39,9
2010	16,2	11,8	4,4
2011	(19,7)	(5,5)	(14,2)
2012	20,8	15,8	5,0
2013	31,2	26,7	4,5
2014	(8,8)	4,9	(13,7)
2015	(20,8)	(1,8)	(19,0)
2016	29,8	7,5	22,3
2017 (30.06)	0,2	10,7	(10,5)
Performance cumulée	372,6%	182,8%	
Performance annualisée	8,3%	5,5%	

Création de la SICAV le 2 février 1998

Données en pourcentage

	Valeur Intrinsèque (part P)	MSCI World (EUR) dividendes réinvestis	Différence
2001	14,8	(14,9)	29,7
2002	(22,1)	(32,0)	9,9
2003	32,9	10,7	22,2
2004	16,3	6,5	9,8
2005	14,5	26,2	(11,7)
2006	13,2	7,4	5,8
2007	(11,3)	(1,7)	(9,6)
2008	(38,1)	(37,6)	(0,5)
2009	57,2	25,9	31,3
2010	19,7	19,5	0,2
2011	(17,4)	(2,4)	(15,0)
2012	22,6	14,0	8,6
2013	26,8	21,2	5,6
2014	(3,1)	19,5	(22,6)
2015	(16,6)	10,4	(27,0)
2016	31,8	10,7	21,1
2017 (30.06)	(3,5)	2,3	(5,8)
Performance cumulée	144,6%	72,0%	
Performance annualisée	5,7%	3,4%	

Création du fonds le 6 juin 2001

Les performances des autres parts sont disponibles sur notre site internet www.pastel.fr.

Pastel & Associés

Société de gestion entrepreneuriale, Pastel & Associés applique, depuis sa création en 1997, un processus d'investissement "value" reposant sur les notions de valeur intrinsèque, de marge de sécurité et d'autonomie de l'analyse financière. Ce processus vise un double objectif : la préservation à long terme du capital investi par ses fonds et, dans le même temps, l'appréciation significative sur longue période de la valeur de part*. Les deux fonds (UCITS) que la société gère, Valeur Intrinsèque (domicilié en France et créé en 2001) et Margin of Safety Fund (domicilié au Luxembourg et créé en 1998), sont investis principalement en actions de sociétés cotées sur les places financières de l'OCDE. Toutefois, leur portefeuille peut, en fonction du niveau de valorisation atteint par les valeurs suivies par les gérants, comporter une proportion significative d'obligations ou d'instruments monétaires.

Le processus de gestion mis en œuvre par Pastel & Associés est décrit de manière détaillée dans les "Principes de notre gestion" consultables sur le site de la société www.pastel.fr, rubrique "Philosophie".

Toute décision de souscription en parts de ces fonds doit être précédée d'une lecture attentive de leurs prospectus et DICI qui sont disponibles sur le site de la société dans la rubrique "Nos fonds".

* L'horizon de placement des fonds Valeur Intrinsèque et Margin of Safety Fund est supérieur à 5 ans et le risque de perte en capital en cas d'investissement dans ces OPCVM est significatif.

Relations Investisseurs

La relation que Pastel & Associés souhaite construire avec les porteurs de parts de ses fonds est décrite de manière détaillée dans le document "Charte du porteur de parts" consultable sur le site de la société.

Dans ses échanges avec les porteurs de parts de ses fonds, Pastel & Associés n'a pas vocation à fournir de conseil en investissement de quelque nature que ce soit. La décision d'investir, de rester investi ou de se désinvestir des fonds gérés par Pastel & Associés, appartient à l'investisseur, ou le cas échéant à son mandataire et à eux seuls. La société est néanmoins à la disposition des porteurs de parts de ses fonds pour toutes demandes d'éclaircissements relatives aux différents documents mis à disposition sur son site internet.

Pour suivre l'évolution de leurs investissements, les porteurs de parts disposent de trois types de publications (consultables sur le site internet) : un rapport trimestriel, un rapport semestriel, et un compte-rendu annuel de gestion, conçu sur le modèle d'un rapport annuel de société. Dans un souci d'égalité de traitement des porteurs de parts de ses fonds, la société de gestion ne fournit pas d'autres informations que celles figurant dans ces différents documents.

PASTEL & ASSOCIÉS

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

17, rue de Miromesnil 75008 Paris - France
33 (0)1 58 36 24 00 - www.pastel.fr
Agrément AMF GP 97-108