

# Rapport semestriel

Au 29 juin 2018

**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](http://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 du fonds 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 de ce compte-rendu, que le portefeuille a connu pendant ce premier semestre un certain nombre de changements importants, même si en termes d'exposition sectorielle, les évolutions ont été beaucoup moins marquées.

Du côté des ventes, mentionnons notamment la cession totale des positions du fonds dans les deux sociétés-sœurs, Ternium et Tenaris, ainsi que dans TGS-Nopec, leur cours de Bourse ayant pris trop "d'avance" par rapport à leur valeur intrinsèque. Nous reviendrons comme chaque année de manière plus détaillée sur ces opérations dans la section « Post-mortems » de notre compte-rendu annuel 2018 (lequel sera diffusé début 2019).

Du côté des achats, la période a été propice avec deux nouvelles sociétés britanniques rejoignant le portefeuille, AA Plc et Serco, ainsi qu'une pépite française, Sodexo. Tandis que des positions existantes étaient renforcées comme Fairfax Financial et Bed Bath & Beyond en Amérique du Nord ou Subsea 7 en Norvège. Tous ces achats ont été effectués sur des niveaux de prix déprimés par rapport aux fondamentaux à long terme des entreprises concernées.

Au 30 juin 2018, le fonds Valeur Intrinsèque était investi en actions à hauteur de 75% de sa valeur d'actif net et pour 25 % en instruments de trésorerie et assimilés (respectivement 67% et 33% fin 2017).

Depuis le début de l'année la performance du fonds Valeur Intrinsèque (parts P) a été de 3,22%. Pour une information plus complète concernant les performances du fonds, en particulier sur longue période, nous vous invitons à consulter le tableau figurant en annexe à ce document. Les performances des autres parts du fonds (parts I) sont mises à disposition sur notre site internet, [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr).

Comme vous le constaterez à sa lecture, ce compte-rendu porte exclusivement sur le fonds Valeur Intrinsèque. En effet, nous avons décidé début juin de procéder à la clôture du fonds luxembourgeois Margin of Safety Fund, nos principaux investisseurs ayant préféré ces dernières années concentrer leurs souscriptions dans notre fonds de droit français Valeur Intrinsèque. Pour mémoire en fin d'année 2017, l'encours de ce fonds s'élevait à 12 millions d'US\$, investi à plus de 95% en parts de son fonds maître, Valeur Intrinsèque.

Pour terminer cette brève introduction, je me permettrai de citer ici ce que nous écrivions au début de l'année 2018 et dont la pertinence nous semble aujourd'hui encore actuelle :

*« La structure actuelle du portefeuille n'est pas le fruit d'une décision délibérée de notre part de sous-pondérer les marchés actions. Elle n'est que la conséquence de l'application disciplinée de notre processus de gestion. Nous suivons, souvent depuis des années, un certain nombre de sociétés que nous avons sélectionnées à partir de critères qualitatifs et quantitatifs. Leurs actions, hormis quelques valeurs déjà présentes dans le portefeuille, traitent pour l'instant à des niveaux trop élevés pour espérer obtenir à long terme des taux de retour sur investissement suffisants eu égard aux risques encourus. Si l'histoire boursière des deux cents dernières années a quelque chose à nous apprendre, c'est bien que de telles conditions de survalorisation sont le plus souvent annonciatrices d'une période de "soldes" plus ou moins ciblés. Nos fonds seront alors bien positionnés pour saisir les occasions que certains titres, secteurs ou le marché dans son ensemble ne manqueront pas d'offrir. En attendant, nous préférons maintenir le niveau actuel de trésorerie plutôt que de choisir d'abaisser nos exigences de qualité et de prix simplement pour pouvoir afficher un ratio d'investissements sur encours total plus "présentable" mais beaucoup plus risqué. La structure actuelle du portefeuille [...] nous permet [...] d'envisager l'année 2018 avec confiance et sérénité alors que se multiplient les signes d'exubérance financière augurant généralement de turbulences à venir:*

- Taux de rendement des obligations "junk" relativement aux obligations notées AA et volatilité implicite des indices actions historiquement bas,

- *Multiplés ajustés de bénéfices des marchés US (CAPE de Shiller-Case) plus hauts qu'en 2007-2008 et se rapprochant dangereusement des niveaux atteints pendant la bulle internet,*
- *Capitalisation boursière du marché nord-américain rapportée au PNB proche de plus hauts historiques,*
- *Introductions en bourse de plus en plus nombreuses à travers le monde comme d'ailleurs les OPA avec la part payée comptant de plus en plus prépondérante. »*

En vous souhaitant un excellent été 2018,

Bien sincèrement,

David Pastel

## Table des matières

Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 29 juin 2018.....	1
Répartition sectorielle au 29 juin 2018.....	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 Intrinsèque au 29 juin 2018

Devise	Valeur	Quantité	PRU*	Cours	% +/- valeurs (en devise)	% +/- valeurs (en euros)	Valeur boursière (en euros)	% Actif net	
EUR	Randstad N.V.	43 100	37,13	50,42	35,8%	35,8%	2 173 102	1,6%	
	Sodexo	32 000	85,21	85,62	0,5%	0,5%	2 739 840	2,1%	
	Thermador Groupe	33 194	36,39	57,40	57,7%	57,7%	1 905 336	1,4%	
						<b>23,2%</b>	<b>6 818 278</b>	<b>5,1%</b>	
GBP	AA plc	2 023 230	0,87	1,24	42,3%	41,8%	2 840 323	2,1%	
	Debenhams Plc	4 229 610	0,39	0,15	-61,7%	-61,5%	714 062	0,5%	
	Next Group Plc	76 393	46,17	60,50	31,0%	24,7%	5 226 185	3,9%	
	Serco Group Plc	2 800 000	0,86	0,99	15,1%	15,7%	3 132 922	2,3%	
						<b>10,7%</b>	<b>11 913 493</b>	<b>8,9%</b>	
NOK	Subsea 7	792 807	74,02	130,35	76,1%	66,2%	10 859 856	8,1%	
						<b>66,2%</b>	<b>10 859 856</b>	<b>8,1%</b>	
USD	American Express	34 500	69,16	98,00	41,7%	38,1%	2 895 807	2,2%	
	Bed Bath & Beyond Inc	333 000	26,98	19,93	-26,2%	-19,4%	5 682 862	4,3%	
	Deere & Company	48 350	86,13	139,80	62,3%	80,2%	5 789 328	4,3%	
	Diamond Offshore Drilling Inc	708 267	15,82	20,86	31,9%	28,0%	12 654 233	9,5%	
	Jefferies Financial Group**	315 962	24,79	22,74	-8,3%	1,9%	6 153 891	4,6%	
	Loews Corporation	149 800	47,67	48,28	1,3%	2,3%	6 194 462	4,6%	
	Markel Corp.	7 550	965,49	1 084,35	12,3%	5,7%	7 011 985	5,3%	
	Rowan Companies plc	562 175	15,33	16,22	5,8%	3,8%	7 809 925	5,8%	
	Transocean Ltd	535 486	15,36	13,44	-12,5%	-16,7%	6 164 132	4,6%	
					<b>8,0%</b>	<b>60 356 625</b>	<b>45,2%</b>		
CAD	Fairfax Financial Holdings Ltd	21 225	624,75	736,66	17,9%	15,4%	10 180 427	7,6%	
						<b>15,4%</b>	<b>10 180 427</b>	<b>7,6%</b>	
							<b>Total actions</b>	<b>100 128 678</b>	<b>75,0%</b>
							<b>Liquidités</b>	<b>33 375 025</b>	<b>25,0%</b>
							<b>Actif net</b>	<b>133 503 704</b>	<b>100,0%</b>

\* Prix de revient unitaire, en devise de cotation.

\*\* Jefferies Financial Group est le nouveau nom de Leucadia National Corp. depuis le 23 mai 2018.

## Répartition sectorielle au 29 juin 2018

---

Secteurs	Répartition
<b>Services para-énergétiques</b>	<b>28,1%</b>
Diamond Offshore Drilling Inc	
Rowan Companies plc	
Subsea 7	
Transocean Ltd	
<b>Holdings</b>	<b>22,1%</b>
Fairfax Financial Holdings Limited	
Jefferies Financial Group	
Loews Corporation	
Markel Corp.	
<b>Distribution de détail non alimentaire</b>	<b>8,7%</b>
Bed Bath & Beyond Inc	
Debenhams plc	
Next Group plc	
<b>Services - support</b>	<b>4,5%</b>
AA plc	
Serco Group plc	
<b>Biens d'équipement</b>	<b>4,3%</b>
Deere & Company	
<b>Services aux entreprises</b>	<b>3,7%</b>
Randstad	
Sodexo	
<b>Services financiers</b>	<b>2,2%</b>
American Express	
<b>Autre(s)</b>	<b>1,4%</b>
Thermador Groupe	
<b>Liquidités (€)</b>	<b>25,0%</b>

## Exposition au risque de change

---

Suite à l'application, effective au 1<sup>er</sup> janvier 2018, par l'AMF de l'avis formulé par l'AEMF (ESMA), les politiques de couverture de change doivent désormais être mises en œuvre de manière systématique en s'assurant que la couverture ne s'éloigne pas de +/-5% par rapport à l'objectif de couverture figurant dans le prospectus de l'OPCVM concerné. Pour les parts P et I du fonds Valeur Intrinsèque, le taux de référence a été fixé à 100% (cf. prospectus consultable sur [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr)).

Cette politique de couverture systématique à 100% n'est généralement appliquée qu'aux expositions en devises supérieures à 5% du portefeuille, en conformité avec la nouvelle doctrine réglementaire en la matière ainsi qu'avec le prospectus du fonds.

### Taux de couverture du risque de change

	Valeur Intrinsèque
Devise de référence	Euro
USD	102,1%
GBP	101,4%
CAD	98,5%
NOK	97,7%

## Principales opérations de la période

---

- Cession totale ou partielle de positions : American Express (Etats-Unis), Deere & Company (Etats-Unis), Jefferies Financial Group (Etats-Unis), Tenaris (Luxembourg), Ternium SA (Luxembourg) et TGS-NOPEC Geophysical Co. (Norvège).
- Constitution / renforcement de positions : AA plc (Royaume-Uni), Bed, Bath & Beyond (Etats-Unis), Fairfax Financial Holding Ltd (Canada), Serco Group plc (Royaume-Uni), Sodexo (France) et Subsea 7 (Norvège).
- Diminution de la position "cash" à 25,0% du portefeuille au 29 juin 2018 contre 33,4% à fin 2017.



## 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

	<b>Margin of Safety Fund (part P)</b>	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	15,7	22,4	(6,7)
2018 (08.06)	(1,9)	2,7	(4,6)

Performance cumulée 435,4% 221,1%  
Performance annualisée 8,6% 5,9%

Création de la SICAV le 2 février 1998

Données en pourcentage

	<b>Valeur Intrinsèque (part P)</b>	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	8,4	7,5	0,9
2018 (29.06)	3,2	3,3	(0,1)

Performance cumulée 183,6% 86,7%  
Performance annualisée 6,3% 3,7%

Création du fonds le 6 juin 2001

Les performances des autres parts sont disponibles sur notre site internet [www.pastel.fr](http://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](http://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](http://www.pastel.fr)  
Agrément AMF GP 97-108