

Rapport semestriel

au 30 juin 2016

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.

Pastel & Associés peut-être conduit à tout moment et pour quelques raisons 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 ; le DICI et le prospectus dans lesquels est détaillé le profil de risque de l'OPCVM 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.

"There are two classes of forecasters: those who don't know, and those who don't know they don't know"

- John Kenneth Galbraith -

Cher Investisseur,

Après deux années 2014-2015 difficiles, la performance de nos fonds sur les six premiers mois de cette année est positive, de plus de 10% pour Valeur Intrinsèque et de plus de 9% pour Margin of Safety Fund, et dans les deux cas bien supérieure à celles de leurs indices de référence. S'agit-il d'un faux départ ou au contraire des prémices d'une phase prolongée de rebond ? A cette question, seul l'avenir détient avec certitude la réponse. Pour notre part, la composition actuelle de nos fonds et la philosophie de gestion que nous y appliquons continuent d'être les deux raisons principales de notre optimisme pour les années à venir. Et ce, quelques soient les vicissitudes que pourraient, ou non, connaître à court-terme leurs valeurs liquidatives.

Vous trouverez à la suite de cette courte introduction un inventaire du portefeuille sous gestion*, sa répartition géographique et sectorielle, des données quant à l'exposition-devises, ainsi que les principales transactions du semestre.

Alors que nous préparons ce rapport, le résultat du référendum britannique sur la sortie de l'Union Européenne agite les esprits et les marchés financiers. Le "risque" en matière d'investissement en actions aurait augmenté.

Mais l'avenir aurait-il été moins risqué si le "Remain" l'avait emporté au lieu du "Leave" ? L'avenir n'est-il pas de toute manière et toujours porteur de risques dont certains se matérialiseront tandis que d'autres se dissiperont ? C'est le plus souvent après coup que l'on prend pleine conscience des dangers que le futur, déjà passé, recelait. Et comme c'eût aussi été le cas en cas de victoire des pro-Européens au référendum, les prochaines années ne manqueront pas, encore une fois, de nous surprendre.

La traduction dans les faits du résultat du référendum du 23 juin 2016 prendra probablement beaucoup de temps, si tant est que celui-ci soit effectivement suivi d'un "Brexit" (le précédent des derniers referenda sur la construction européenne justifiant que l'on s'interroge). Quoi qu'il en soit, ses conséquences sur la rentabilité des entreprises, britanniques en particulier, seront significatives. Elles seront, cependant, difficiles à isoler des conséquences d'autres phénomènes non liés directement à la question du "Brexit", que ceux-ci soient de nature politique, macroéconomique ou microéconomique spécifique aux entreprises considérées. Tandis que nombre d'entreprises britanniques pourraient avoir à repenser leur modèle économique et que certaines pourraient ne pas y réussir, d'autres devraient continuer à tirer leur épingle du jeu. Enfin il est bien trop tôt pour considérer, comme certains stratèges/prévisionnistes se risquent pourtant à le faire, que le vote du 23 juin marque le début d'une crise profonde et prolongée pour l'économie britannique.

Dans ces conditions, la part du portefeuille investie sur la Bourse de Londres pourrait augmenter, peut-être même de manière significative, en fonction du niveau des "soldes" que Monsieur Marché pourrait y proposer dans les semaines ou les mois à venir. A l'heure où nous rédigeons ces lignes, les "soldes", qui semblaient avoir commencé en fanfare le 24 juin, se sont interrompus. Reprendront-ils ?

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

En guise de conclusion à ce courrier et surtout d'illustration de notre manière de travailler et d'analyser nos investissements, nous avons préparé un tableau "post-mortem" de nos investissements réalisés ces deux dernières années dans le secteur des sociétés minières (voir tableau ci-après). Pourquoi un "post-mortem" ? Non pas suite à une disparition soudaine et définitive des sociétés que nous aurions sélectionnées, mais parce que nous avons procédé au printemps de cette année à la vente de l'intégralité de nos positions dans le secteur. Le facteur déclenchant de ces cessions a été la brutale et très forte hausse des cours de bourse des valeurs minières au cours du premier semestre 2016. Pour certaines valeurs minières en portefeuille, les cours ont ainsi doublé en quelques mois, d'où des durées de détention bien inférieures à nos habitudes. D'autant que parfois la santé financière des sociétés sous-jacentes s'était détériorée au cours des derniers mois, ou que notre point de vue les concernant avait évolué. La connaissance est un processus continu et notre compréhension du secteur est bien meilleure aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a deux ans.

Le premier bilan que nous faisons de ce "raid" en territoire minier est mitigé, et en tout cas bien en deçà de nos attentes. Le retour sur capital a été insuffisant par rapport à nos objectifs de rentabilité sur investissement ainsi que par rapport au temps et à l'énergie consacrés par les gérants à l'étude et au suivi de ces dossiers. Soulignons cependant que la contribution de ces investissements à la performance du portefeuille a été positive, et que le montant total investi à l'achat sur ces valeurs est resté inférieur à 10% du portefeuille. Nous ré-évoquerons probablement cette question dans notre compte rendu annuel et serons à votre disposition pour en discuter avec vous lors de notre "Cercle Investisseurs 2017".

En souhaitant que les pages qui suivent répondent aux questions que vous pourriez avoir,

Bien sincèrement,

David Pastel

Tableau "post-mortem" de nos investissements dans le secteur des minières

Société	Prix de revient unitaire (PRU)	PRU / Prix d'entrée*	Cours le plus bas pendant l'investissement	Prix moyen de sortie	+/- value réalisée	+/- value réalisée / Investissement brut total	Date d'entrée	Date de sortie	Décote / Actif net retraité à l'entrée	Décote / Actif net retraité à la sortie
Anglo American	3,5	90,90%	2,2	4,89	1 371 073	39,60%	11/2015	04/2016	-52%	0%
Glencore	0,8	96,40%	0,71	1,51	1 999 861	88,50%	12/2015	04/2016	-50%	-2%
South32	0,87	92,60%	0,425	0,68	-1 035 650	-21,60%	06/2015	05/2016	-27%	-24%
Lonmin**					-642 855	-19,40%	07/2015	04/2016	-72%	-80%
Total					1 692 429	12,20%				

Les données chiffrées, à l'exception des pourcentages, sont exprimées en GBP. Les performances sont donc calculées avant prise en compte de l'impact des variations de change. Pour mémoire, les cessions figurant dans ce tableau ayant toutes été effectuées avant le référendum sur le Brexit, les positions en portefeuille n'ont pas eu à subir la forte dévaluation de la livre Sterling suite au résultat du vote. Les calculs de performance ont été effectués par nos soins selon des méthodes qui nous sont propres. Leurs résultats pourraient donc différer de ceux provenant d'autres sources.

* Le prix d'entrée correspond au prix unitaire de la première opération d'acquisition du titre.

** Concernant Lonmin, l'absence de certaines données résulte d'un programme d'investissement en plusieurs phases, rendant certains calculs peu pertinents.

Inventaire comptable du fonds Valeur Intrinsèque* au 30 juin 2016

Devise	Valeur	PRU (1)	Cours	% +/- value (en devise)	Valeur boursière EUR	+/- values EUR (2)	% +/- values EUR (3)	% AN (4)
EUR	ArcelorMittal	5,55**	4,091	-26,2%	7 022 504	-2 497 393	-26,2%	4,8%
	Randstad	37,13	36,155	-2,6%	2 169 300	-58 700	-2,6%	1,5%
	Salzgitter AG	22,87	23,685	3,6%	3 112 967	107 287	3,6%	2,1%
	Thermador Groupe	72,31	78,00	7,9%	1 785 966	130 398	7,9%	1,2%
	Vallourec SA	3,04**	3,214	5,7%	3 026 302	164 382	5,7%	2,1%
					17 117 040	-2 181 150	-11,7%	11,6%
GBP	Next Group Plc	43,73	49,3	12,7%	1 061 518	103 274	10,8%	0,7%
					1 061 518	103 274	10,8%	0,7%
DKK	D/S Norden	161,57	93,1	-42,4%	10 829 886	-7 937 036	-42,3%	7,4%
					10 829 886	-7 937 036	-42,3%	7,4%
NOK	Subsea 7	68,23	81,3	19,2%	9 067 210	1 026 314	12,8%	6,2%
	TGS-NOPEC Geophysical	140,49	136,2	-3,1%	3 228 956	-419 781	-11,5%	2,2%
					12 296 165	606 533	5,2%	8,4%
USD	American Express	69,16	60,76	-12,1%	3 675 298	-408 773	-10,0%	2,5%
	America's Car-Mart	37,43	28,24	-24,6%	3 656 901	-287 023	-7,3%	2,5%
	Bed Bath & Beyond Inc	61,29	43,22	-29,5%	2 244 740	-324 347	-12,6%	1,5%
	Cummins	118,54	112,44	-5,1%	5 667 798	519 361	10,1%	3,9%
	Deere & Company	86,13	81,04	-5,9%	10 828 919	966 786	9,8%	7,4%
	Diamond Offshore Drilling Inc	26,41	24,33	-7,9%	6 988 784	-398 433	-5,4%	4,8%
	Goldman Sachs Group	151,00	148,58	-1,6%	1 203 673	-43 059	-3,5%	0,8%
	International Business Machines	154,39	151,78	-1,7%	6 011 360	81 542	1,4%	4,1%
	Leucadia National Corp.	24,79	17,33	-30,1%	10 886 522	-2 457 516	-18,4%	7,4%
	Posco	39,66	44,5	12,2%	3 019 928	325 361	12,1%	2,1%
	Rowan Companies plc	18,99	17,66	-7,0%	5 906 749	-190 241	-3,1%	4,0%
	Tenaris	27,69	28,84	4,2%	3 102 192	12 379	0,4%	2,1%
	Ternium SA	14,45	19,06	31,9%	7 154 890	1 789 437	33,4%	4,9%
	Transocean	16,29	11,89	-27,0%	5 335 072	-1 967 670	-26,9%	3,6%
				75 682 826	-2 382 196	-3,1%	51,5%	
				Total actions	117 015 388	-11 735 499	-9,1%	79,6%
				Liquidités	30 061 008			20,4%
				Actif net	147 076 396			100,0%

(1) Prix de revient unitaire, en devise de cotation.

(2) Plus ou moins values en euros. Les plus ou moins values en euros incluent les variations de devises.

(3) Plus ou moins values en pourcentage du prix de revient. Les plus ou moins values en pourcentage incluent les variations de devises.

(4) Pourcentage de l'actif net.

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

** Concernant les prix de revient unitaire des positions en ArcelorMittal et Vallourec des précisions supplémentaires figurent dans la section "Principales opérations sur la période".

Structure du portefeuille par secteur au 30 juin 2016

Secteurs	Répartition
Services para-énergétiques	20,8%
Diamond Offshore Drilling Inc	
Rowan Companies Plc	
Subsea 7	
TGS-NOPEC Geophysical	
Transocean	
Industrie lourde	18,0%
ArcelorMittal	
Posco	
Salzgitter AG	
Tenaris	
Ternium SA	
Vallourec SA	
Biens d'équipement	11,2%
Cummins	
Deere & Company	
Holdings	7,4%
Leucadia National Corp.	
Transport	7,4%
D/S Norden	
Services aux entreprises	5,6%
International Business Machines	
Randstad	
Distribution de détail non alimentaire	4,7%
America's Car-Mart	
Bed Bath & Beyond Inc	
Next Group plc	
Services financiers	3,3%
American Express	
Goldman Sachs Group	
Autre(s)	1,2%
Thermador Groupe	
Liquidités (€)	20,4%

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.

Taux de couverture du risque de change

Devise de référence	Valeur Intrinsèque			Margin of Safety Fund	
	Part I ⁽¹⁾	Part P ⁽¹⁾	Part H ⁽²⁾	Part I ⁽³⁾	Part P ⁽³⁾
	Euro			USD	
USD	96,5%		96,3%	0,0%	
GBP	78,0%		95,9%	77,6%	
DKK*	0,0%		94,9%	0,0%	
NOK*	0,0%		93,2%	0,0%	
EUR	0,0%		0,0%	18,7%	

(1) Les parts I et P du fonds Valeur Intrinsèque font l'objet d'une couverture partielle par rapport à l'euro

(2) La part H du fonds Valeur Intrinsèque fait l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro

(3) Les parts I et P de la Sicav Margin of Safety Fund font l'objet d'une couverture partielle par rapport au dollar

* Les taux de couverture partielle apparents (parts I et P), de près de 100% pour le US dollar et nuls pour le DKK et le NOK, résultent essentiellement du fait que les valeurs scandinaves 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.

Répartition de l'actif de la Sicav Margin of Safety Fund

La Sicav Margin of Safety Fund est un fonds nourricier du FCP Valeur Intrinsèque. A ce titre, elle est investie uniquement dans les parts M du fonds maître.

Les parts de la Sicav de Margin of Safety Fund sont libellées en dollars (USD) et font l'objet d'une couverture partielle du risque de change au travers des ventes à termes de devises non USD.

Principales opérations sur la période

Cession totale des positions suivantes : Anglo American plc (Royaume-Uni), Glencore (Suisse), Lonmin plc (Royaume-Uni), Rolls-Royce Holdings (Royaume-Uni) et South32 (Australie).

Cession partielle des positions suivantes : ArcelorMittal (Luxembourg), IBM (Etats-Unis), Posco (Corée du Sud) et Salzgitter (Allemagne).

Nous procédons à des cessions partielles ou totales de titres en portefeuille quand, au moment de l'opération de cession, le cours de bourse du titre nous apparaît beaucoup trop élevé par rapport à sa valeur économique à long terme. Mais d'autres raisons peuvent aussi être à l'origine d'un programme de cession : une détérioration significative de la position concurrentielle, de la qualité de la stratégie ou de l'équipe de direction de la société émettrice des titres concernés, ou encore l'émergence d'opportunités de meilleure qualité ou encore meilleur marché que certaines positions en portefeuille.

Constitution/renforcement de positions dans des valeurs présentant au moment de leurs constitutions des décotes boursières importantes et des potentiels de croissance profitable à long terme :

- Décote en termes de prix / "free cash-flow" : Goldman Sachs (Etats-Unis), Next Group plc (Royaume-Uni), Randstad (Pays-Bas) et TGS-NOPEC (Norvège).
- Décote par rapport à la valeur d'actif retraité* : D/S Norden (Danemark) et Subsea 7 (Norvège).

Opérations particulières suite aux augmentations de capital d'ArcelorMittal et de Vallourec : dans les deux cas nous avons cédé une partie des droits de souscription qui nous ont été distribués, afin de maintenir la pondération de ces deux positions dans le portefeuille suite à l'augmentation de capital.

En prenant en compte la cession de ces droits, le prix de revient unitaire "économique" sur la position ArcelorMittal se situe autour de 5,15 € pour un prix de revient unitaire "comptable" de 5,55 €.

En ce qui concerne Vallourec, nous avons en outre profité d'un écart temporaire entre le cours de bourse des titres et le prix d'achat futur de nouveaux titres via l'exercice de droits de souscription. Nous avons ainsi cédé l'intégralité de la position tout en achetant un montant équivalent de droits. D'où un prix de revient unitaire "comptable" de 3,04 €, correspondant au prix d'acquisition et d'exercice des droits. Notre prix de revient unitaire "économique" sur la position Vallourec se situe plutôt autour de 6,45 €.

Augmentation de la position "cash" à 20,4% du portefeuille au 30 juin 2016 contre 7,2% à fin 2015 : les changements d'humeur perpétuels des marchés vis-à-vis de sociétés ou de secteurs spécifiques ainsi que le climat général d'incertitude instauré suite au référendum britannique nous donneront probablement plusieurs occasions d'utiliser cette trésorerie à bon escient dans les mois qui viennent.

* Si la décote par rapport à l'actif net retraité est l'indicateur de valorisation le plus facile à estimer de façon relativement précise pour DS Norden et Subsea 7, ces deux sociétés sont sur longue période très génératrices de "free cash-flow", comme en témoigne d'ailleurs leur absence actuelle d'endettement net sans recours au marché dans un contexte macro-économique pourtant très défavorable. On pourrait aussi en calculant une valeur intrinsèque à partir de moyennes sur cycle long de leurs "free cash-flows", constater des décotes importantes de leurs cours de bourse.

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**	9,2	(2,1)	11,3
TRA***	7,8%	4,7%	
Performance cumulée	296,9%	132,7%	

* Création de la SICAV le 2 février 1998

** Au 24 juin 2016

*** Taux de rentabilité annualisé depuis la création

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**	10,1	(1,6)	11,7
TRA***	5,1%	2,7%	
Performance cumulée	111,8%	49,4%	

* Création du fonds le 6 juin 2001

** Au 30 juin 2016

*** Taux de rentabilité annualisé depuis la création

Les performances des parts I et H sont disponibles sur notre site internet www.pastel.fr.

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