

# Rapport trimestriel

au 31 mars 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](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.

## Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque<sup>1</sup> au 31 mars 2017

Devise	Valeur	Quantité	PRU*	Cours	% +/- value (en devise)	% +/- values (en euros)	Valeur boursière (en euros)	% Actif net
EUR	Randstad	60 000	37,13	54,10	45,7%	45,7%	3 246 000	1,9%
	Thermador Groupe	21 732	72,31	90,00	24,5%	24,5%	1 955 880	1,1%
						<b>36,9%</b>	<b>5 201 880</b>	<b>3,0%</b>
GBP	Next Group Plc	76 393	46,17	43,20	-6,4%	-7,9%	3 858 503	2,3%
	Sports Direct International plc	450 000	2,84	3,08	8,4%	8,5%	1 621 536	0,9%
						<b>-3,6%</b>	<b>5 480 039</b>	<b>3,2%</b>
DKK	D/S Norden	435 334	161,57	141,20	-12,6%	-12,4%	8 266 095	4,8%
						<b>-12,4%</b>	<b>8 266 095</b>	<b>4,8%</b>
NOK	Subsea 7	1 006 807	68,23	132,80	94,6%	86,4%	14 554 793	8,5%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	202 394	140,49	182,00	29,6%	19,7%	4 009 874	2,3%
						<b>66,4%</b>	<b>18 564 668</b>	<b>10,9%</b>
USD	American Express	67 200	69,16	79,11	14,4%	21,7%	4 970 494	2,9%
	Bed Bath & Beyond Inc	57 700	61,29	39,46	-35,6%	-17,1%	2 128 785	1,2%
	Cummins	53 300	118,54	151,20	27,5%	53,8%	7 534 907	4,4%
	Deere & Company	141 850	86,13	108,86	26,4%	53,2%	14 437 652	8,5%
	Diamond Offshore Drilling Inc	449 120	23,19	16,71	-28,0%	-23,9%	7 016 778	4,1%
	International Business Machines	40 300	154,39	174,14	12,8%	20,8%	6 561 490	3,8%
	Leucadia National Corp.	541 387	24,79	26,00	4,9%	27,1%	13 160 733	7,7%
	Rowan Companies plc	424 210	17,90	15,58	-13,0%	-6,3%	6 179 414	3,6%
	Tenaris	113 500	27,69	34,14	23,3%	23,5%	3 622 916	2,1%
	Ternium SA	384 037	14,45	26,12	80,8%	89,8%	9 378 754	5,5%
	Transocean Ltd	563 486	15,36	12,45	-18,9%	-15,7%	6 559 208	3,8%
						<b>19,5%</b>	<b>81 551 132</b>	<b>47,8%</b>
<b>Total actions</b>							<b>119 063 814</b>	<b>69,7%</b>
<b>Liquidités</b>							<b>51 690 662</b>	<b>30,3%</b>
<b>Actif net</b>							<b>170 754 476</b>	<b>100,0%</b>

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

Les prix de revient fournis dans ce tableau sont calculés sur la base du coût historique moyen de chaque position et n'intègrent pas l'impact des souscriptions et rachats sur le prix de revient "économique" de la position pour le porteur de parts présent avant de telles souscriptions ou rachats, et toujours investi.

En particulier, en 2016, alors que nos fonds connaissaient des rachats de parts relativement importants, il a été décidé de ne pas réduire certaines des positions les plus décotées. De telles décisions ont eu pour conséquence pratique de permettre aux porteurs restés présents dans nos fonds pendant tout l'exercice d'acquérir virtuellement des titres comme ceux de D/S Norden, à des cours très bon marché, mais que le calcul du PRU, purement comptable, ne prend pas en compte.

<sup>1</sup> 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 31 mars 2017

---

Secteurs	Répartition
<b>Services para-énergétiques</b>	<b>22,5%</b>
Diamond Offshore Drilling Inc	
Rowan Companies Plc	
Subsea 7	
TGS-NOPEC Geophysical	
Transocean Ltd	
<b>Biens d'équipement</b>	<b>12,9%</b>
Cummins	
Deere & Company	
<b>Holdings</b>	<b>7,7%</b>
Leucadia National Corp.	
<b>Industrie lourde</b>	<b>7,6%</b>
Tenaris	
Ternium SA	
<b>Services aux entreprises</b>	<b>5,7%</b>
International Business Machines	
Randstad	
<b>Transport</b>	<b>4,8%</b>
D/S Norden	
<b>Distribution de détail non alimentaire</b>	<b>4,5%</b>
Bed Bath & Beyond Inc	
Next Group plc	
Sports Direct International	
<b>Services financiers</b>	<b>2,9%</b>
American Express	
<b>Autre(s)</b>	<b>1,1%</b>
Thermador Groupe	
<b>Liquidités (€)</b>	<b>30,3%</b>

## 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	98,3%		96,4%	0,0%	
GBP	0,0%		0,0%	0,0%	
DKK	0,0%		0,0%	0,0%	
NOK	0,0%		95,4%	0,0%	
EUR	0,0%		0,0%	17,4%	

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.

## 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 (31.03)	4,1	6,4	(2,3)
Performance cumulée	391,2%	171,8%	
Performance annualisée	8,7%	5,3%	

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 (31.03)	3,4	4,9	(1,5)
Performance cumulée	162,2%	76,3%	
Performance annualisée	6,3%	3,6%	

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