

Compte rendu de gestion 2015

au 31 décembre 2015

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 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.

Paris, le 23 janvier 2016

Cher Investisseur,

Le compte rendu annuel qui suit consiste essentiellement en une actualisation au 31/12/2015 des données qui vous ont été fournies précédemment dans le document adressé début novembre 2015 intitulé "Cercle Investisseurs".

Le point de vue des gérants par rapport au portefeuille, son état et ses perspectives n'a pas changé depuis la publication de ce document. Notre gestion est long terme et nos analyses et opinions ne varient généralement pas d'un trimestre à l'autre. Nous avons d'ailleurs annexé, à ce compte rendu de gestion, deux extraits issus de ce document.

Ces extraits ont été sélectionnés pour les réponses qu'ils apportent quant à notre activité de gestion en 2015, ses résultats et ses perspectives.

Ce compte rendu ainsi que ses annexes ont pour objet de fournir les informations nécessaires à l'investisseur et à son conseiller pour décider de rester ou non investi, ou de réinvestir dans nos fonds. Cette décision appartient à l'investisseur ou son conseiller et notre communication ne vise ni à l'influencer dans un sens ou dans un autre, ni à le convaincre.

Depuis le début de l'année, la baisse de la valeur liquidative de nos deux fonds s'est poursuivie et même accentuée. Nos fonds ont déjà par le passé connu de tels phénomènes d'accélération à la baisse accompagnés d'écart croissants 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. Notre documentation, et notamment les prospectus de nos fonds, mentionnent d'ailleurs toujours de tels épisodes comme étant caractéristiques de notre gestion et susceptible de se reproduire à intervalles plus ou moins proches.

Nous avons pour principe de ne pas commenter les mouvements à court terme de cours de bourse et les variations de valeur liquidative en résultant. Vous trouverez, cependant, dans les questions-réponses aux gérants figurant en annexe, et plus précisément dans les réponses aux questions 1 à 3, des éléments d'explication quant à la performance de nos fonds ces deux dernières années.

La décote, déjà importante en fin d'année 2015, entre la valeur économique ou intrinsèque du portefeuille et sa valeur boursière s'est encore accrue depuis.

Nous sommes convaincus du potentiel de rentabilité à long terme de nos fonds et les niveaux actuels de valeur liquidative nous apparaissent plutôt comme des niveaux d'entrée dans nos fonds que de sortie. Toutefois, sur la base de notre expérience de gérants, nous ne pouvons exclure, dans un premier temps, une poursuite de la baisse de leur valeur liquidative ainsi qu'une aggravation de l'écart de performance avec les indices, les mouvements de cours de bourse ayant tendance à souvent aller aux extrêmes avant de corriger. Pour paraphraser Warren Buffett, un investisseur doit être prêt à supporter des baisses de 50% ou plus de la valeur boursière de son investissement quand il investit en bourse. C'est pourquoi nous recommandons toujours aux investisseurs potentiels et à leurs conseillers de s'assurer avant toute décision de souscription de leur capacité à tenir leur position d'un point de vue financier et psychologique dans des périodes difficiles (cf. "Manuel du porteur de parts" sur notre site).

Les prochains documents de "reporting" qui vous seront adressés seront les rapports annuels complets de nos deux fonds, après certification par leurs Commissaires aux Comptes, puis fin avril leurs inventaires trimestriels au 31 mars 2016.

En vous souhaitant à l'occasion de cet envoi, une excellente année 2016,

Bien sincèrement,

David Pastel

Table des matières

I - Performances boursières absolues et relatives des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création sur une base annualisée et cumulée	1
II - Evolution de l'actif net du fonds Valeur Intrinsèque en 2015*	2
III - Evolution de la composition du portefeuille en 2015 et considérations sur sa structure actuelle.....	4
IV - Questions aux gérants David Pastel et Damien Audoyer.....	8
Annexes.....	12
Vie des sociétés en portefeuilles - Quelques développements notables – extrait du document “Cercle Investisseurs 2015” communiqué en novembre 2015	13
Tirer parti des circonstances pour appliquer avec succès notre approche, hier et aujourd’hui – extrait du document “Cercle Investisseurs 2015” communiqué en novembre 2015.....	14

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

I - 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)
TRA***	7,5%	5,0%	
Performance cumulée	263,4%	137,7%	

* Création de la SICAV le 2 février 1998

** Au 31 décembre 2015

*** 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)
TRA***	4,6%	2,9%	
Performance cumulée	92,3%	51,8%	

* Création du fonds le 6 juin 2001

** Au 31 décembre 2015

*** Taux de rentabilité annualisé depuis la création

II - Evolution de l'actif net du fonds Valeur Intrinsèque en 2015

En millions d'euros

Actif net 31.12.14	+/- values réalisées	Dividendes nets	Frais de gestion	Autres frais	Variation +/- values latentes	Souscriptions / rachats	Actif net 31.12.15
256,9	15,1	2,3	-3,3	-0,4	-42,2	-78,8	149,7

Ces données sont fournies ici, sous réserve de leur validation ultérieure par les commissaires aux comptes du fonds.

Au cours de cette période, le nombre de parts en circulation est passé de 106 495,65 parts (toutes classes confondues) à 73 707,70 parts. Les dividendes nets ont représenté 1,1% de l'actif net moyen, et les frais de gestion 1,5%.

On notera que les montants de plus/moins values réalisées ainsi que les variations des plus/moins values latentes incluent l'impact des variations de changes et de leur couverture éventuelle. Pour rappel, concernant Valeur Intrinsèque les parts H font l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro tandis que les autres parts font l'objet d'une couverture "pragmatique" (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 100%). Concernant Margin of Safety Fund, le risque de change est couvert de manière "pragmatique" par rapport au dollar.

Inventaire comptable du portefeuille titres au 31 décembre 2015

Devise	Valeur	PRU (1)	Cours	Prix de revient devise	Valeur boursière devise	Valeur boursière EUR	EUR +/- V (2)	% +/- V (3)	% AN (4)
EUR	ArcelorMittal	6,5	3,897	15 780 213	9 486 070	9 486 070	-6 294 144	-39,9 %	6,3 %
	Salzgitter AG	22,9	22,725	4 515 473	4 471 576	4 471 576	-43 898	-1,0 %	3,0 %
	Thermador Groupe	72,1	87,00	1 979 437	2 387 715	2 387 715	408 278	20,6 %	1,6 %
	Vallourec SA	11,3	8,60	6 376 377	4 871 900	4 871 900	-1 504 477	-23,6 %	3,3 %
					21 217 260	21 217 260	-7 434 240	-25,9 %	14,2 %
GBP	Anglo American Plc	3,5	2,9945	3 410 636	2 933 745	3 980 387	-739 838	-15,7 %	2,7 %
	Glencore	0,8	0,9048	2 003 728	2 186 149	2 966 079	192 369	6,9 %	2,0 %
	Lonmin Plc	1,5	0,835	617 349	353 205	479 214	-373 569	-43,8 %	0,3 %
	Rolls-Royce Holdings Plc	5,2	5,75	1 934 811	2 141 300	2 905 230	166 257	6,1 %	1,9 %
	South32 Limited	0,9	0,525	1 924 648	1 160 250	1 574 181	-1 113 108	-41,4 %	1,1 %
				8 774 648	11 905 092	-1 867 888	-13,6 %	8,0 %	
DKK	D/S Norden	176,2	122,10	136 026 931	94 266 695	12 631 799	-5 623 539	-30,8 %	8,4 %
					94 266 695	12 631 799	-5 623 539	-30,8 %	8,4 %
NOK	Subsea 7	70,0	63,05	69 738 295	62 848 681	6 536 354	-1 475 546	-18,4 %	4,4 %
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	154,9	141,40	25 097 194	22 913 304	2 383 017	-690 583	-22,5 %	1,6 %
					85 761 986	8 919 371	-2 166 129	-19,5 %	6,0 %
USD	American Express	75,0	69,55	3 719 851	3 449 680	3 175 624	-37 932	-1,2 %	2,1 %
	America's Car-Mart	37,4	26,69	5 871 773	4 186 620	3 854 018	-446 299	-10,4 %	2,6 %
	Bed Bath & Beyond Inc	61,3	48,25	3 861 107	3 039 750	2 798 260	-6 809	-0,2 %	1,9 %
	Cummins	118,5	88,01	7 231 118	5 368 610	4 942 106	-666 013	-11,9 %	3,3 %
	Deere & Company	86,1	76,27	14 215 372	12 588 364	11 588 294	623 356	5,7 %	7,7 %
	Diamond Offshore Drilling Inc	27,3	21,10	9 926 437	7 674 492	7 064 800	-1 619 109	-18,6 %	4,7 %
	International Business Machines Corp	154,4	137,62	13 046 301	11 628 890	10 705 045	-682 901	-6,0 %	7,2 %
	Leucadia National Corp.	24,8	17,39	19 233 677	13 492 675	12 420 763	-2 414 684	-16,3 %	8,3 %
	Posco	39,7	35,36	8 360 933	7 453 640	6 861 494	-672 305	-8,9 %	4,6 %
	Rowan Companies plc	19,3	16,95	7 527 796	6 594 906	6 070 980	-412 516	-6,4 %	4,1 %
	Tenaris	27,7	23,80	3 770 765	3 241 560	2 984 038	-537 574	-15,3 %	2,0 %
	Ternium SA	14,4	12,43	7 562 860	6 506 931	5 989 994	-744 995	-11,1 %	4,0 %
	Transocean Ltd	16,7	12,38	8 400 912	6 231 919	5 736 830	-1 810 697	-24,0 %	3,8 %
					91 458 037	84 192 246	-9 428 478	-10,1 %	56,3 %
					Total	138 865 769	-26 520 274	-16,0 %	92,8 %

(1) Prix de revient unitaire.

(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. Les plus ou moins values en pourcentage incluent les variations de devises

(4) Pourcentage de l'actif net

III - Evolution de la composition du portefeuille en 2015 et considérations sur sa structure actuelle

Le renouvellement du portefeuille s'est poursuivi en 2015, avec la cession totale ou partielle de 19 valeurs (représentant près de 44% du portefeuille valorisé au 31/12/2014) et l'ajout de 14 nouveaux investissements (représentant environ 41% du portefeuille valorisé au 31/12/2015) ainsi que le renforcement de 6 positions existantes (pour près de 16% du portefeuille valorisé au 31/12/2015).

Principales opérations de la période

Cession totale ou partielle de positions ayant atteint, au moment de l'opération, des niveaux de valorisation trop élevés par rapport à leur valeur économique à long terme : America's Car-Mart (Etats-Unis), Bed Bath & Beyond (Etats-Unis), Lectra (France), Electrocomponents (Royaume-Uni), Manitou (France), Mayr-Melnhof (Autriche), Société FFP (France), TGS Nopec (Norvège) et Vicat (France).

Cession totale de positions valorisées de manière optimiste mais toujours raisonnable afin de dégager de la trésorerie pour réinvestir dans de meilleures opportunités : Fairfax Financial (Canada), Loews (Etats-Unis) et Markel Corp. (Etats-Unis).

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 par rapport au Prix/Free Cash-Flow : American Express (Etats-Unis), Cummins (Etats-Unis), Deere & Company (Etats-Unis), IBM (Etats-Unis), Rolls-Royce (Royaume-Uni) et Tenaris (Luxembourg).
- Décote par rapport au Prix/Valeur d'Actif Retraité :
 - . Services pétroliers : Diamond Offshore Drilling (Etats-Unis), Rowan Companies (Etats-Unis), Subsea 7 (Norvège) et Transocean (Etats-Unis)
 - . Sidérurgie : ArcelorMittal (Luxembourg), Posco (Corée du Sud), Salzgitter (Allemagne), Ternium (Luxembourg) et Vallourec (France).
 - . Transport maritime : D/S Norden (Danemark)
 - . Mines : Anglo-American (Royaume-Uni), Glencore (Suisse) et South32 (Australie).
 - . Holdings : Leucadia National (Etats-Unis)

Réduction de la position "cash" à 7,2% du portefeuille au 31 décembre 2015, suite aux investissements énumérés ci-dessus, contre 20,8% à fin 2014. Ces munitions devraient nous permettre de saisir encore quelques opportunités que les marchés financiers, comme à leur habitude, ne manqueront pas de nous offrir.

Portefeuille au 31 décembre 2014

Devise	Valeur	Cours	% AN
EUR	Bénéteau	11,61	2,2%
	Lectra	9,14	2,0%
	L'Oréal	139,30	2,1%
	Manitou	12,20	2,0%
	Mayr-Melnhof Karton	86,00	1,4%
	Société F.F.P.	49,99	1,8%
	Thermador Groupe	71,01	1,1%
	Vallourec SA	22,75	3,0%
	Vicat	59,60	2,1%
		17,8%	
GBP	Admiral Group	13,22	1,2%
	Electrocomponents	2,15	0,9%
	Tesco	1,89	4,3%
		6,4%	
CHF	Swissquote	31,20	2,0%
			2,0%
DKK	D/S Norden	131,40	8,8%
			8,8%
NOK	TGS-NOPEC Geophysical Co.	161,70	2,6%
			2,6%
USD	Alleghany Corporation	463,50	1,3%
	America's Car-Mart	53,38	4,8%
	Bed Bath & Beyond Inc	76,17	4,8%
	Cummins	144,17	2,2%
	Deere & Company	88,47	4,9%
	Diamond Offshore Drilling Inc	36,71	2,5%
	International Business Machines Corp	160,44	2,1%
	Leucadia National Corp.	22,42	4,9%
	Loews Corporation	42,02	3,7%
	Markel Corp.	682,84	4,9%
	Rowan Companies plc	23,32	2,3%
			38,2%
	CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	608,78
			3,4%
Total			79,2%
Cash			20,8%

Portefeuille au 31 décembre 2015

Devise	Valeur	Cours	% AN
EUR	ArcelorMittal	3,90	6,3%
	Salzgitter AG	22,73	3,0%
	Thermador Groupe	87,00	1,6%
	Vallourec SA	8,60	3,3%
			14,2%
GBP	Anglo American Plc	2,99	2,7%
	Glencore	0,90	2,0%
	Lonmin Plc	0,84	0,3%
	Rolls-Royce Holdings Plc	5,75	1,9%
	South32 Limited	0,53	1,1%
		8,0%	
DKK	D/S Norden	122,10	8,4%
			8,4%
NOK	Subsea 7	63,05	4,4%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	141,40	1,6%
		6,0%	
USD	American Express	69,55	2,1%
	America's Car-Mart	26,69	2,6%
	Bed Bath & Beyond Inc	48,25	1,9%
	Cummins	88,01	3,3%
	Deere & Company	76,27	7,7%
	Diamond Offshore Drilling Inc	21,10	4,7%
	International Business Machines Corp	137,62	7,2%
	Leucadia National Corp.	17,39	8,3%
	Posco	35,36	4,6%
	Rowan Companies plc	16,95	4,1%
	Tenaris	23,80	2,0%
	Ternium SA	12,43	4,0%
	Transocean Ltd	12,38	3,8%
		56,3%	
Total			92,8%
Cash			7,2%

Principaux contributeurs/détracteurs de performance

Principaux contributeurs		Principaux détracteurs	
Markel Corp.	1,00%	ArcelorMittal	-2,53%
Tesco	0,86%	Leucadia National	-1,89%
Manitou	0,74%	America's Car-Mart	-1,60%
Lectra	0,55%	Bed Bath & Beyond	-1,34%
Bénéteau	0,48%	Cummins	-1,05%
Total	3,63%	Total	-8,41%

Les données quantitatives fournies dans ce tableau sont des estimations effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Impact des devises sur la performance du fonds

Contribution des devises après couverture (parts P et I uniquement)		Contribution théorique hors couverture des devises	
US Dollar	0,27%	US Dollar	4,87%
Franc Suisse	0,27%	Franc Suisse	0,27%
Couronne Danoise	-0,02%	Couronne Danoise	-0,02%
Dollar Canadien	-0,11%	Dollar Canadien	-0,11%
Livre Sterling	-0,16%	Livre Sterling	-0,16%
Couronne Norvégienne	-0,48%	Couronne Norvégienne	-0,48%
Total	-0,23%	Total	4,37%

Les données quantitatives fournies dans ce tableau sont des estimations effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Pour rappel, concernant Valeur Intrinsèque, les parts H font l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro tandis que les autres parts font l'objet d'une couverture "pragmatique" (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 100%). Concernant Margin of Safety Fund, le risque de change est couvert de manière "pragmatique" par rapport au dollar.

Structure au 31 décembre 2015 du portefeuille par niveau de valorisation

- Positions présentant une décote significative par rapport au Prix/Free Cash-Flow : 30,3% du portefeuille
- Positions présentant une décote significative par rapport au Prix/Valeur d'Actif Retraité : 60,9% du portefeuille
- Positions valorisées aujourd'hui en bourse de manière plus optimiste mais toujours raisonnable : 1,6% (Thermador en France)
- Cash : 7,2% du portefeuille

Structure au 31 décembre 2015 du portefeuille par secteur

Secteurs	%
Industrie lourde	23,2%
Services pétroliers	18,6%
Biens d'équipement	11,0%
Transport	8,4%
Holdings	8,3%
Services aux entreprises	7,2%
Extraction de matières premières	6,0%
Distrib. détail non alimentaire	4,4%
Autre(s)	5,7%
Liquidités (€)	7,2%

IV - Questions aux gérants David Pastel et Damien Audoyer

« An investor who has all the answers doesn't even understand the questions. »

Sir John M. Templeton

1. Pourquoi le portefeuille a-t-il tellement évolué depuis septembre 2013 ? Et quel en a été le fil directeur ?

Ces deux dernières années, alors que certains secteurs boursiers (technologies, télécommunications, biens de consommation non durables, services aux entreprises...) ont vu leur niveau de valorisation s'apprécier de manière souvent excessive, d'autres (matières premières, industrie lourde, transport, finance...) ont connu et connaissent encore des phases de baisse ou de stagnation importantes et parfois exagérées.

Nous avons décidé de tirer profit de cette évolution duale des marchés actions pour "rajeunir" le portefeuille. Nous avons ainsi pu céder dans d'excellentes conditions de prix des positions qui, suite à la forte appréciation de leurs cours de bourse, étaient devenues trop chères sur une base fondamentale. Nous avons pu, ensuite, repositionner le portefeuille sur des valeurs disposant d'atouts clairement identifiés et achetées à un prix très attractif.

Les investissements constitués ces derniers mois n'ayant pas encore eu le temps de porter leurs fruits, le portefeuille du fonds n'a, par conséquent, pas participé au mouvement de hausse des indices d'actions internationales. Il ne s'agit, d'après nous, que d'un décalage dans le temps destiné à disparaître à condition de savoir attendre.

2. La contre-performance du fonds ne serait donc que la conséquence de ce que vous appelez le "rajeunissement" du portefeuille. Mais n'y aurait-il pas aussi, comme facteurs explicatifs, un mauvais "timing" dans certains de vos achats ou des décisions d'investissement qui se seraient traduites par des pertes latentes, ou réalisées, importantes?

Aucune position significative du portefeuille n'a connu, sur la période considérée, de détérioration majeure de sa valeur économique (à l'exception de Vallourec, voir ci-après). Et sur la période considérée, aucune cession importante n'a été réalisée à perte. Au contraire, des prises de profits significatives ont été réalisées, notamment lors de cessions totales ou partielles de valeurs comme Bénéteau, Manitou, Lectra, ou FFP. Concernant Vallourec, après avoir constitué une position sur des cours moyens de 22 euros, nous avons décidé de céder l'intégralité de celle-ci après l'annonce par le groupe d'une dépréciation massive d'actifs, avec pour conséquence une diminution notable de sa valeur économique. La chance nous a alors souri, le programme de cession ayant pu être effectué sur un cours moyen de l'ordre de 24 euros. Il nous est ensuite apparu que son cours de bourse, après avoir entre-temps baissé de près de 50%, à 13 euros, représentait un point d'entrée

particulièrement intéressant. D'où, à nouveau, la présence aujourd'hui de cette valeur dans le portefeuille du fonds.

Quant au "timing", on peut toujours *ex post* regretter de ne pas avoir acheté ou de ne pas avoir vendu plus tôt. Cependant, ce qui compte avant tout dans la réalisation d'une performance de gestion à long terme, c'est d'acheter et de revendre "au bon prix".

Pour nous le "pricing" prime et primera toujours sur le "timing".

3. Comment expliquer la sous-performance des fonds Valeur Intrinsèque et Margin of Safety Fund ces deux dernières années et en particulier la baisse significative de leurs valeurs liquidatives en 2015 et début 2016? Et quelles conséquences pour leur performance future à long terme et leur niveau de risque du fait du poids dans le portefeuille des actions de sociétés cycliques relevant des secteurs minier, parapétrolier et sidérurgique, à hauteur de 47,8% de l'actif, fin 2015 ? (voir page 7)

Le cours de bourse des sociétés qui ont rejoint le portefeuille, ces derniers mois, dans le cadre de l'opération de "rajeunissement" déjà évoquée, est généralement en baisse, souvent de plus de 50% par rapport aux niveaux atteints il y a trois-quatre ans. Mais surtout, ces actions traitaient, au moment de leur acquisition, à des cours situés bien en deçà de la valeur de leur actif net retraité par nos soins selon des hypothèses très conservatrices. Soulignons encore que nos investissements ont surtout concerné les acteurs parmi les moins endettés de leur secteur avec, pour chacun d'entre eux, des forces de rappel significatives telles que des actionnaires de référence exigeants et expérimentés, des dirigeants très compétents, ...

Malgré ces conditions de valorisation particulièrement attractives au moment de leur achat, les cours de bourse des actions de sociétés relevant plus particulièrement des secteurs minier, 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.

De manière synthétique et simplifiée, soit le "scénario du pire" se réalise, et les cours de bourse de la plupart des actions en portefeuille sont déjà inférieurs à ce que deviendraient à trois-cinq ans leurs valeurs intrinsèques. Soit les choses se passent mieux que ce que la majorité des "experts" anticipe, et alors les actions en portefeuille sont particulièrement sous-valorisées et les sociétés émettrices de ces actions sont bien positionnées pour saisir les opportunités que leurs concurrents plus faibles, ou peut-être déjà disparus, ne pourront pas saisir.

En 2001-2003, nos positions dans le travail temporaire ont été considérées par certains comme trop risquées du fait de la cyclicité du secteur et, en outre, ne semblant pas en phase avec notre processus de gestion. En 2011, notre position dans Charles Schwab suscitait un scepticisme encore plus marqué. Mais qu'attendre d'une gestion atypique comme la nôtre, sinon de telles décisions d'investissement ? Lesquelles peuvent apparaître d'abord surprenantes pour se révéler, parfois quelques mois plus tard mais le plus souvent après quelques années, généralement très profitables. Quoiqu'il en soit, nos décisions d'investissement sont prises exclusivement sur la base de leur profil de risque/rentabilité. Et le fait qu'elles peuvent au moment où elles sont prises inquiéter ou rassurer telle ou telle catégorie d'investisseurs ne joue aucun rôle dans notre processus décisionnel.

4. Au vu des informations fournies dans la partie III de ce document, on peut raisonnablement se demander quelle a été l'utilité de votre politique de couverture de change ? Ne rien faire aurait été rétrospectivement préférable.

Nous n'avons pas d'anticipation quant à l'évolution des cours de change. Et nous considérons que sauf situations très particulières, il est très difficile de prévoir, correctement et de manière répétée, la direction et l'ampleur des variations de cours de change. Dans ces conditions, plutôt que de rester entièrement exposé à un risque non-maîtrisé et généralement non-rémunéré, il nous apparaît plus raisonnable de couvrir tout ou partie du portefeuille par rapport au risque de change.

Oui, ne rien faire aurait certes été, *ex post*, plus rémunérateur pour le fonds. De la même façon qu'une prime d'assurance peut sembler avoir été dépensée en vain lorsqu'aucun sinistre n'a lieu.

5. Ne regrettez-vous pas d'avoir "raté" le rallye de ces deux dernières années ? Et ne pensez-vous pas maintenant préférable de revenir à une méthode de gestion plus conventionnelle qui aurait été plus bénéfique en 2013-2015 au fonds Valeur Intrinsèque et à ses porteurs de parts ?

L'important dans une période comme celle-ci est de savoir garder le cap sans en changer à un moment inopportun. Ce conseil vaut autant pour les porteurs de parts de Valeur Intrinsèque que pour nous-mêmes, ses gérants.

Nous continuerons donc à gérer le portefeuille avec le même souci de préservation à long terme du capital investi, très confiants dans la capacité de nos principes de gestion à faire, sur la durée, la différence.

En bourse, à la différence des Jeux Olympiques, l'important n'est pas de participer, mais de générer sur longue période des taux moyens de rentabilité élevés, en minimisant les risques identifiés de perte en capital. Et ces deux dernières années, ces risques nous sont apparus trop importants pour que nous puissions participer à l'euphorie régnant sur les

marchés actions. Rappelons simplement qu'en 2001-2002 et en 2008-2009, quelques mois seulement suffirent pour effacer les gains boursiers considérables accumulés, sur des années, par de nombreux investisseurs. Quand nous identifions de tels risques, nous préférons ne pas les prendre quitte à passer à côté de sur-performances potentiellement importantes mais aléatoires et le plus souvent temporaires. Savoir perdre du terrain pour pouvoir revenir en force et en tête est un savoir-faire que nous avons perfectionné au fil des crises et des années. Il sera probablement très intéressant et instructif de reprendre cet entretien dans deux ou trois ans et de le revisiter alors à l'aune de ce que Valeur Intrinsèque et les marchés financiers auront, entre-temps, réalisé et traversé.

6. Etes-vous réellement si pessimistes concernant les marchés boursiers à court-moyen terme ? Et comment voyez-vous les prochains mois pour Valeur Intrinsèque ? Quand pensez-vous voir advenir, pour Valeur Intrinsèque, "le rattrapage" de performance que vous nous annoncez ?

Nous ne savons pas lire dans le marc de café des marchés financiers et nous n'avons pas l'intention d'apprendre à le faire. Ce que nous constatons, c'est qu'aujourd'hui les investisseurs semblent privilégier en bourse ce qui monte plutôt que ce qui n'est pas cher. Comportement caractéristique d'un marché boursier en fin de cycle de hausse. Ce qui ne veut pas dire que la correction sera massive ou durable. Nous évoquons évidemment les principaux marchés boursiers d'Europe et d'Amérique du Nord. Ce dont nous sommes aussi convaincus, c'est que les marchés et les "goûts" des investisseurs oscillent comme ceux d'un pendule de Foucault. Nos valeurs, aujourd'hui relativement mal-aimées, redeviendront à la mode et nos fonds qui ont déjà connu de telles périodes de contre-performance rattraperont alors probablement le terrain perdu avant de revenir dans le peloton de tête de notre univers de gestion. Plutôt que d'essayer vainement de prédire quand aura lieu ce rebond, laissons le temps au temps et restons disciplinés et concentrés sur notre gestion.

« Cela est bien dit, répondit Candide, mais il faut cultiver notre jardin. » (Candide, Voltaire).

Annexes

1. Vie des sociétés en portefeuilles - Quelques développements notables – extrait du document “Cercle Investisseurs 2015” communiqué en novembre 2015
2. Tirer parti des circonstances pour appliquer avec succès notre approche, hier et aujourd’hui – extrait du document “Cercle Investisseurs 2015” communiqué en novembre 2015

Vie des sociétés en portefeuilles - Quelques développements notables – extrait du document “Cercle Investisseurs 2015” communiqué en novembre 2015

La plupart des sociétés récemment rentrées en portefeuille subissent depuis deux à trois ans des baisses significatives de leurs profits et souvent aussi de leurs chiffres d'affaires. Nous avons investi dans ces sociétés pleinement conscients des difficultés qu'elles étaient en train de rencontrer. Etant nous-mêmes gérants d'entreprise, nous savons que rares sont les entreprises qui connaissent une croissance linéaire de leur activité et de leurs profits. Et cela n'en fait pas pour autant de mauvaises entreprises, ni de mauvais investissements.

Pour l'instant, que ce soit dans le secteur de l'équipement agricole et de construction, les services para-pétroliers, la sidérurgie ou l'extraction minière, rien n'indique une reprise de l'activité. Les agriculteurs en Amérique du Nord et en Europe ont profité de la hausse du prix des matières premières agricoles pendant la décennie 2000 pour renouveler et augmenter leurs équipements. Deere s'attend ainsi à une baisse de plus de 20% de ses ventes d'équipement en 2015. Le boom sur la même période du transport maritime de matières premières, combiné à des possibilités de financement bon marché, a conduit à la constitution d'un excédent d'offre ; de même pour les services para-pétroliers, qui voient leur “backlog” de projets diminuer rapidement suite à la forte baisse des investissements de la part des producteurs. Le ralentissement de l'économie chinoise et l'absence pour le moment de relai de croissance dans le reste du monde ainsi que la stratégie de renforcement de sa part de marché par l'OPEP aggravent encore les difficultés de ces différents secteurs en augmentant encore le déficit de demande face à une offre toujours pléthorique.

Dans un tel contexte, la plupart de nos sociétés ont pourtant bien tiré leur épingle du jeu. Leur structure financière ne s'est généralement pas dégradée et s'est souvent améliorée. Elles ont poursuivi la rationalisation de leur outil de production : D/S Norden a réduit sa flotte en profitant de l'expiration de contrats de location, ArcelorMittal a fermé plusieurs usines pour réduire ses capacités... Elles ont aussi continué d'investir dans leur développement : TGS Nopec et Subsea 7 obtiennent régulièrement de nouveaux contrats sur un marché pourtant très difficile, IBM poursuit le repositionnement de son portefeuille d'activités en croissant très rapidement sur des nouveaux marchés comme le “cloud” ou le “big data” ...

Les cycles économiques connaissent par définition après des phases de baisse des phases de reprise puis de régime de croisière. Que ce soit dans le secteur énergétique, minier, agricole ou celui de la consommation, rien selon nous n'a changé. Après l'hiver viendra le printemps puis l'été*. Et nos entreprises sélectionnées, pour la plupart d'entre elles, pour leurs qualités (solidité financière, positions fortes sur leur marché, gestion serrée de leurs coûts, rationalité de leurs dirigeants/actionnaires...) récolteront alors le fruit du travail considérable en train d'être aujourd'hui accompli par leurs équipes.

* Il s'agit bien évidemment d'une métaphore. Le printemps et l'été évoqués ici peuvent survenir non pas en 2016 mais plus tard.

Tirer parti des circonstances pour appliquer avec succès notre approche, hier et aujourd'hui – extrait du document "Cercle Investisseurs 2015" communiqué en novembre 2015

"Invest at the point of maximum pessimism." Sir John Templeton

Au cours des dernières années, notre investissement dans le groupe de travail temporaire Randstad, a été l'un des plus gros contributeurs à la performance de nos fonds.

En 2007-2008, suite au ralentissement de l'économie mondiale, Randstad a vu son cours de bourse passer de plus de 60 € à moins de 10 € en seulement 18 mois, alors que les fondamentaux de son activité n'étaient pas remis en cause à long terme. Le groupe, 2^{ème} acteur mondial, disposait en effet de parts de marché très importantes dans les pays où il était présent, ce qui lui conférait des économies d'échelle considérables par rapport à ses concurrents plus modestes. De plus, Randstad avait à sa tête une équipe de direction expérimentée et un actionnaire de référence. Notre principale préoccupation a donc été de nous assurer que son bilan était assez solide pour résister à une période prolongée de sous-activité, le rachat récent de Vedior ayant considérablement augmenté le niveau d'endettement du groupe.

Convaincus de la capacité de Randstad à non seulement traverser la crise, mais même à en sortir renforcé, ses concurrents moins armés étant susceptibles de souffrir encore plus, nous avons investi dès juin 2008. Il a ensuite fallu rester rationnel pour progressivement renforcer cette position alors que son cours de bourse continuait de chuter, les différents acteurs du marché voulant absolument sortir de ce secteur qui en quelques mois semblait ne plus avoir aucun avenir. C'est notre souci de rationalité et notre indépendance d'esprit qui nous ont permis de ne pas céder à la panique ambiante face à un flux quotidien de mauvaises nouvelles et d'opinions alarmistes à court terme. Monsieur Marché retrouvant ensuite, peu à peu, ses esprits, la contribution de cet investissement à la performance du fonds, d'abord négative, changea radicalement de signe. Jusqu'à ce que nous décidâmes de céder l'intégralité de cette position dans de très bonnes conditions en 2014.

Cet investissement dans Randstad est emblématique de l'opportunité que peut représenter un investissement dans une valeur cyclique solide financièrement et avec une position concurrentielle forte, lorsque son secteur est délaissé par les analystes pour des raisons conjoncturelles et non structurelles.

Nous avons d'ailleurs eu plusieurs autres réussites de même nature, que ce soit avec des entreprises conçues sur un modèle similaire comme par exemple le recruteur britannique Hays ou d'autres plus "capital intensive" comme le cimentier Vicat ou le fabricant de moquette nord-américain Mohawk. Nous espérons pouvoir bientôt ajouter à cette liste de succès "contrariens" nos investissements récents effectués de manière sélective dans des sociétés exposées au cycle pétrolier, sidérurgique ou minier. "Only time will tell".

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