

Valeur Intrinsèque

Questions - réponses

Le 10 juin 2014

Avertissement :

Les analyses exprimées ici ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente et ne reflètent que l'opinion de la société de gestion au moment de leur rédaction, en fonction des informations à sa disposition à cet instant. Cette opinion peut changer, à tout instant, sans que la société de gestion n'ait à en aviser les lecteurs. Par conséquent, la société de gestion n'est pas responsable de l'utilisation à des fins transactionnelles ou dans tout autre but, par le lecteur de ce document, des informations y figurant.

Les données quantitatives fournies dans ce document sont ajustées et retraitées selon les méthodes de la société de gestion et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Que pensez-vous de la performance du fonds depuis le début de l'année ?

A fin mai, la performance de Valeur Intrinsèque (part P) est de -0,2%* contre +5,3% pour l'indice MSCI World en euros dividendes réinvestis. Cette "pause" de la valeur liquidative ces **cinq derniers mois** est à comparer à la performance du fonds sur les **cinq dernières années** (2009-2013), soit 141,8% alors que celle de l'indice, s'élevait sur la même période à 103,1%.

Le fonds, géré selon la méthodologie développée par Pastel & Associés dans une démarche d'investisseur à long terme, est investi dans moins de trente-cinq sociétés cotées sur les marchés des Etats-Unis, du Royaume-Uni et d'Europe Continentale. Des décalages de performances, plus ou moins longs, par rapport aux indices sont de ce fait inhérents à notre approche de gestion. C'est le cas aujourd'hui, comme ce fut le cas à plusieurs reprises par le passé. Les investisseurs présents dans nos fonds depuis la création de Pastel & Associés n'en seront pas surpris, qui ont ainsi connu de telles périodes de sous-performance en 1998, 2007-2008 et 2011 et de sur-performance en 1999, 2000-2001, 2009 et 2012-2013.

La "baisse de régime" apparente de ces cinq derniers mois ne correspond ni à un changement de méthode ni à une moindre pertinence de notre approche. Une telle durée de comparaison est bien trop courte par rapport à l'horizon d'investissement, pluriannuel, de notre gestion. C'est simplement un moment, parmi d'autres, dans la vie du fonds.

*Les performances indiquées sont celles de la part P. La performance de la part I à fin mai est de +0,2% et de -0,1% pour la part H.

Notre but n'est pas de remporter toutes les étapes mais plutôt d'arriver dans le peloton de tête de la rentabilité moyenne à long terme pour l'investisseur. Pour mémoire, depuis la création du fonds, le taux de rendement annualisé est de 6,9% contre 1,5% pour le MSCI World en euros dividendes réinvestis.

Néanmoins, certains titres du portefeuille n'ont-ils pas fortement baissé depuis le début d'année ?

Globalement, la baisse de certains titres a été compensée par la hausse d'autres titres d'où cette performance proche de l'équilibre. La baisse la plus importante revient à l'entreprise danoise D/S Norden en portefeuille depuis 2012 et qui a, après un beau parcours boursier en 2013, baissé sur cette première partie de l'année revenant de plus de 280 à 215 couronnes danoises. Le scénario d'évolution positive de la valeur économique de l'entreprise à long terme n'étant pas remis en cause, l'équipe de gestion, fidèle à sa méthode, a alors procédé à des achats supplémentaires sur ces niveaux de prix. Cette position représente désormais 7,4% du portefeuille contre 5,2% au 31 décembre 2013.

Y a-t-il eu d'autres mouvements significatifs au sein du fonds ?

Oui, avec par exemple la cession des deux tiers de la position historique dans Randstad, qui ne représente plus que 3% du fonds au 30 mai 2014. A 45 euros, le cours de bourse nous a semblé prendre un peu trop d'avance sur la valeur économique de l'entreprise. Pour mémoire, le titre valait moins de 15 euros le 31 décembre 2008 et Randstad représentait alors 9,1% du portefeuille.

De même, Hays a vu son poids réduit de 9,5% à fin 2013 à 2% au 30 mai 2014 après un doublement de son cours de bourse sur 5 ans.

Enfin, nous avons totalement cédé notre position en Premier Farnell sur des niveaux de 2,1£ du fait d'inflexions stratégiques récentes qui nous sont apparues discutables. Son concurrent Electrocomponents, toujours en portefeuille, a su au contraire garder le cap ces 5 dernières années et ainsi renforcer ses avantages concurrentiels.

Les liquidités dégagées par ces cessions ont-elles servi à de nouveaux investissements ?

Oui, de nouveaux investissements sont venus améliorer le potentiel du fonds avec notamment les achats des valeurs américaines Cummins et Deere & Company (respectivement 2% et 8,2% du portefeuille au 30 mai). Deere & Company, par exemple, est le leader incontesté de la fabrication de matériels agricoles avec une présence mondiale très forte (près de 40% de chiffre d'affaires en dehors de l'Amérique du Nord) et une marque symbole de robustesse et d'efficacité. Les résultats de très bons niveaux depuis de nombreuses années restent modérément valorisés par la bourse avec un cours de bourse inférieur à notre valeur intrinsèque et un PER moyen sur plusieurs années autour de 10. On pourrait aussi citer comme nouvelles valeurs en portefeuille Manitou en France, ou Bed Bath & Beyond aux Etats-Unis.

Mais la poche de liquidités reste assez élevée à plus de 20%, que faut-il en penser ?

Effectivement entre les cessions, les investissements et le montant des souscriptions nettes positives, les liquidités atteignent plus de 20% à fin mai 2014 à comparer à une moyenne historique pour nos fonds inférieure à 10%. Par le passé, Valeur Intrinsèque a déjà détenu de tels niveaux de liquidités, en 2001, en 2002 et plus récemment en 2011.

L'augmentation du nombre d'introductions en bourse, des acquisitions et des fusions d'entreprises des deux côtés de l'Atlantique tire vers le haut de nombreux pans de la cote et ne permet pas, pour l'instant, d'être investi à 100% avec un niveau de marge de sécurité satisfaisant. Dans de telles conditions, il nous apparaît beaucoup plus raisonnable d'attendre que le marché nous offre à nouveau de bonnes affaires, ce qui, tôt ou tard, surviendra.

Alors, aujourd'hui, quelles perspectives pour Valeur Intrinsèque ?

La situation de Valeur Intrinsèque est la suivante :

- une valeur liquidative inchangée depuis le début de l'année;
- un portefeuille au potentiel renforcé, investi principalement en titres de sociétés bien gérées, bénéficiant d'avantages concurrentiels forts, et pour la plupart traitant aujourd'hui en bourse à des niveaux de cours modérés, sinon même bon marché;
- une réserve de liquidités qui nous permettra le moment venu de saisir les opportunités d'investissement qui se présenteront.

Nous pensons que la conjugaison de ces trois éléments représentent une excellente opportunité d'investissement ou de réinvestissement, à long terme, dans le fonds Valeur Intrinsèque*.

En illustration, le tableau des 5 premières valeurs du fonds Valeur Intrinsèque :

Sociétés	Pays	Secteurs	% du portefeuille
Leucadia National Corp.	Etats-Unis	Holding	8,9%
Deere & Company	Etats-Unis	Matériels agricoles	8,2%
D/S Norden	Danemark	Transport maritime	7,4%
Markel	Etats-Unis	Holding	4,0%
Loews Corporation	Etats-Unis	Holding	3,9%

** 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. L'OPCVM ne bénéficie d'aucune garantie ni de protection du capital investi. Les investisseurs doivent être conscients que le risque de perte en capital ne peut être exclu.*

Pastel & Associés est une société de gestion de portefeuille indépendante, réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément AMF : GP 97-108).