

Qui perd gagne

Chers Amis Investisseurs,

L'actif de Sextant est de 5 Million d'euros.

Vous pouvez toujours consulter la performance de Sextant (code 98105) sur Boursorama. Le prix de la part est de 1112 euros au 7 juin. La performance de Sextant PEA est satisfaisante depuis janvier 2002. Une progression de 11 % alors que le CAC 40 a baissé de 14% dans le même temps. Moins satisfaisante est la performance depuis le 17 mai. En effet, après avoir atteint un plus haut de 1218 euros, le prix de la part a perdu 10% en trois semaines. Très énervant pour celui qui a acheté ses parts au plus haut, cette baisse est néanmoins une bonne nouvelle pour nous tous : elle va nous permettre de profiter d'opportunités d'investissement tout à fait intéressantes.

QUI PERD GAGNE

Dans ma lettre de mars, je citais Warren Buffett qui affirmait en 1974 : « *now is the time to get rich* ». Rich, yes, mais quelques années plus tard. En 1974, il s'est surtout appauvri. En août 1973, le Boston Globe s'introduisit en bourse, à 10 \$ l'action. Notre ami Warren, persuadé de la valeur très supérieure de cette société, s'empessa d'acheter quantités de titres. C'est avec la plus grande joie qu'il vit son investissement baisser de 50% un an et demi plus tard, l'action s'étant progressivement effondrée jusqu'à 5\$. Il en fut de même pour ses achats sur le Washington Post, 40% de baisse. Une paille ! Mais quelle chance pour sa fortune future ! Bien entendu, il continua à acheter, et quelques années plus tard il était devenu l'homme le plus riche du monde. Simple n'est-ce pas ?

Les conclusions de cette histoire :

1. Je ne suis pas Warren Buffett
2. Vous ne serez jamais l'homme le plus riche du monde
3. Plus un bon investisseur « value » perd, plus il gagnera

Cette dernière conclusion mérite quelques explications. Si vous repérez une entreprise sous-évaluée par le marché, c'est que ce dernier ne fait plus son travail de « marché efficient ». Et plus la sous-évaluation est flagrante, plus le marché a manifestement perdu ses repères. Si vous achetez des actions de cette entreprise, vous ne pouvez espérer que le marché redeviendra raisonnable dès le lendemain, et que le titre remonte. En fait, vous pouvez plus sûrement espérer le contraire. Les spécialistes de la volatilité nous expliquent en effet que plus un titre est volatil, plus il est dangereux d'en acheter. Ce qui veut dire que plus un titre a baissé, plus il a de chance de continuer à baisser. Une véritable histoire de fous ! Et c'est tant mieux. Lorsque vous allez le samedi matin acheter des tomates pour le repas dominical, souhaitez-vous que les prix soient plus chers ou moins chers que la semaine précédente ? Pourquoi auriez-vous une autre attitude quant à la constitution de votre épargne ? Le prix de Sextant PEA est en baisse ? Tant mieux !

Même si je ne suis pas Warren Buffett, il m'est arrivé de faire de très belles plus-values. Et effectivement, perdre à court terme est logiquement la meilleure façon de gagner de l'argent. Exemple : début 2000, j'achète du Sodexo Marriot Services (SMS) à 16\$. Quelques mois plus tard, le CAC est passé de 5000 à 6400 (+30%). SMS s'est effondré à 10\$! Bravo, belle opération, perdre 40% quand le marché monte de 30%, très fort ! Oui, mais s'il m'était impossible de comprendre la



hausse du CAC 40, il m'était très facile de connaître la véritable valeur de SMS : la maison mère (Sodexo) annonçait depuis 2 ans une OPA sur sa filiale US pour 2001. Les analystes couvrant Sodexo conseillaient l'achat de cette valeur précisément parce que cette OPA annoncée sur sa filiale serait très relative jusqu'à 30\$. Inspiré par la joie contagieuse de WB, je fus ravi de racheter quelques actions SMS à 11\$. Début 2001, l'OPA fut lancée, à 32\$. Il est encore un peu tôt pour vous raconter de belles histoires similaires sur votre fonds qui n'a que 5 mois d'existence. Mais patience, cela viendra (en commençant malheureusement par les 40% de baisse...).

Réduction de Voilure : la convertible Alès Groupe

9% de Sextant PEA est investi en obligations convertibles depuis fin mai. Des convertibles qui seront remboursées au plus tard en juillet 2004. 1% de cv France Telecom, 1% de cv Vivendi Universal, et surtout 7% de cv Alès Groupe. Alès Groupe est connu pour sa marque phare Phytolièrac. Très profitable, cette société a émis une convertible remboursable en juillet 2004 à 80 euros. Nous en avons acheté 5000 à 69.5 euros, nous assurant un rendement de plus de 11% par an. Pas très glorieux, mais totalement résistant à la baisse du CRAC 40.

Erreur de Navigation ?

Vive la baisse des prix, mais gare aux baisses de valeurs. On est heureux d'acheter moins cher, encore faut-il être sûr de la véritable valeur de ce que l'on achète. Régulièrement, nos instruments de mesures s'affolent, des brumes de cerveau nous empêchent de distinguer l'horizon et de relever la hauteur du soleil. La baisse des prix ne fait alors plus rire personne.

Medcost, Aufeminin.com et Business Interactif

Ces trois sociétés ont de nombreux points communs : de (grosses) pertes, avoir de la trésorerie (énormément), cumuler les diplômes et les (trop ?) gros QI, vous faire perdre (beaucoup) d'argent. 11% de Sextant est investi sur ces 3 entreprises (après 50% de baisse sur les achats les plus chers, 25% de baisse sur notre prix de revient moyen).

L'équation est simple : des capitalisations boursières couvertes deux fois par le cash, des reports déficitaires himalayens (valorisable par un acheteur soumis à l'IS, à condition d'avoir un bon fiscaliste conseil, soit une économie d'impôt représentant 80% de la capitalisation de Aufeminin.com et 60% de celle de Medcost !), et des business plans qui n'ont pas tenu leurs promesses. Plus un gros mot : INTERNET.

Je me suis clairement trompé sur ces entreprises, anticipant un développement des chiffres d'affaires qui ne s'est pas (encore ?) produit. Heureusement pour vous, le principe sacro-saint de gestion qu'est la marge de sécurité (voir le guide de l'investisseur) est un véritable garde-fou (moi-même, en l'occurrence). Mes valorisations étaient vraisemblablement optimistes, mais la marge de sécurité (valeur estimée – cours de bourse) suffisante pour amortir les erreurs d'appréciation. Je reste très optimiste aujourd'hui sur Aufeminin.com et Business Interactif, et je reconnais avoir manqué de prudence en payant des prix (pour des quantités modestes tout de même) parfois excessifs. Sur Medcost, je suis persuadé que nous finirons par gagner un peu d'argent (le titre est à 0.65 euros ce jour, gagner un peu sur notre prix de revient signifie tout de même retourner à 1.20 euros !), même si la stratégie de la société manque totalement de clarté.



SEXTANT inc.

Votre fonds est investi à hauteur de 80% en actions, 9% en obligations convertibles et 11% en cash. Sextant inc. représente la partie investie en actions (voir le guide de l'investisseur).

Les ratios de Sextant inc. sont les suivants :

PER 2002 = 21.5 PER 2003 = 10.3 VE/CA = 0.40 Cash Net/ Capi boursière = 38%

Croissance du résultat 2003/2002 = 109%

Par rapport au mois d'avril, nous avons plus de cash dans Sextant inc. (cash net/ capi = 38% contre 22%), mais un peu moins de résultat (per 2002 = 21.5 contre 16). Tout simplement parce que j'ai cru bon de renforcer mes positions sur Aufeminin.com et Business Interactif, noyées sous le cash mais en perte. Je me suis aussi positionné sur une société allemande, Ad Pepper Media, à 1.20 euros, ce qui a contribué à faire évoluer les ratios dans le même sens. Avec environ 0.2 euros de pertes par action prévues en 2002, il leur restera seulement 2.7 euros de cash par action en décembre ! Désolé, j'aime bien les grosses tirelires, même un peu percées...

LE CLUB DE L'AMIRAL

Je vous propose de vous retrouver une dernière fois avant les vacances, le vendredi 5 juillet à déjeuner, vers 12H45, dans les locaux de la Financière de l'Échiquier, 7 place Vendôme, escalier Cambon. Je proposerai au management d'une entreprise labellisé Sextant de venir défendre sa cause.

Attention, si vous souhaitez participer, merci de me le signaler, le lieu et la date peuvent changer !

A bientôt

François