

Benjamin Graham et le nouveau marché

Chers investisseurs

- L'actif de Sextant est de 5,2 Millions d'euros.
- Vous ne pouvez plus consulter la performance de Sextant (code 98105) sur Boursorama. Ce formidable site Internet, dont vous êtes désormais actionnaire, a changé de fournisseur de données sur les SICAV et FCP. Sextant fera son retour sur Boursorama à la mi-novembre. Au 25 octobre, le prix de la part était de 1000.81 euros

PLUS MORT QUE VIF

Ne vous inquiétez pas, je suis en pleine santé. Ma tête n'est pas non plus mise à prix par la COB. Mais pris de quelques inquiétudes de voir disparaître en fumée vos économies, alors que tous les journaux financiers prévoient la fin du monde il y a encore quelques semaines, je me suis à nouveau tourné vers le passé pour tenter de trouver un peu de réconfort. Quand tout va mal, je relis les grands prophètes.

C'est en juin 1932 que Benjamin Graham, immense parmi les grands, père de tous les analystes financiers, publia dans le magazine Forbes une série d'articles tout à fait étonnante, intitulée : « Is American Business Worth More Dead Than Alive? ». Elle marqua la fin de la baisse de l'indice Dow Jones. Celui-ci atteignit son point bas un mois plus tard, en juillet 1932, après avoir perdu plus de 90% de sa valeur depuis 1929.

LE NOUVEAU MARCHÉ VAUT-IL PLUS MORT QUE VIF ?

C'est le titre de l'article que Ben Graham aurait pu écrire aujourd'hui. A quelques dates et noms de sociétés près, il aurait probablement écrit exactement la même chose. Jugez-en plutôt :

« Scores of common stocks are selling for less than their pro rata of cash in the company's treasury. Corporations still have large unused cash balances furnished by their stockholders in the New Era days (...). If market quotations discount huge cash reserves due to probable long-continued future losses then shouldn't the stockholder demand liquidation before his money is thus dissipated? »

Étonnant n'est-ce pas? Je pensais qu'en 1932, les entreprises Américaines étaient toutes au bord de la faillite. En réalité, Graham nous explique qu'elles profitèrent des formidables hausses de cours, de 1928 à 1929, pour réaliser de fructueuses augmentations de capital. Malgré des pertes en 1931, il restait pas mal d'argent dans les caisses. Et comme les cours avaient divisé par 10, les titres valaient souvent moins que le cash dont disposait les entreprises ! Avec une explication : le marché craignait que les pertes soient éternelles et que le cash s'envole en fumée. 70 ans plus tard, le parallèle est saisissant avec les entreprises du nouveau marché : en 2000, elles se sont introduites par augmentation de capital à des niveaux de valorisations très élevés, récoltant d'abondantes trésoreries. Après des pertes en 2001, et grâce à des cours divisés par 10, les titres valent parfois moins que leur cash....

Pour justifier les hausses de cours, Graham nous révèle que les idées « révolutionnaires » de l'an 2000 existaient déjà soixante-dix ans plus tôt (in french) : « Deux idées crédibles et apparemment innocentes – la première que les bonnes entreprises constituent de bons investissements. la deuxième

que leur valeur dépend de leur capacité à générer du résultat (earning power) – ont été exploitées et transformées en frénétiques paroles d'évangile financier qui finirent par convertir tous nos investisseurs en spéculateurs, (...), en produisant des méthodes comptables tordues et des méthodes de valorisation totalement irrationnelles. »

On se souvient bien sûr en 2000 de la fameuse valorisation par abonnés, ou encore de celle par l'EBITDA, ou bien de la trop fameuse comparaison boursière (c'est trop cher, mais comme c'est moins cher, ça vaudra encore plus cher). Apparemment les spéculateurs de 1929 étaient eux aussi très créatifs en la matière.

Graham remarque qu'après avoir totalement occulté l'étude des bilans des entreprises en 1929 (et qui s'est aperçu en 2000 que France Telecom, Vivendi et Infogrames courraient à la catastrophe bilantielle ?), les actionnaires de 1932 continuaient à ignorer superbement l'étude de ces derniers : « Puisque la valeur des entreprises a fini par être exclusivement associée avec leur capacité à générer du résultat, les actionnaires ne prêtent plus la moindre attention aux actifs détenus par les sociétés – pas même le cash à la banque. »

En 1931 la plupart des entreprises américaines perdirent de l'argent. Elles furent alors valorisées avec un nouveau concept, le « *Losing Power* » menaçant de dissiper la richesse des entreprises. Les cours de bourse ayant été divisés par dix de 1929 à 1932 (par douze de 2000 à 2002 pour le nouveau marché), la valeur des sociétés était (pour un tiers d'entre elles) inférieure à leur actif circulant net, voire à leur cash.

Benjamin Graham aurait-il acheté AuFeminin.com (1,45 euros de cash par action pour un cours de 1,12) ou AdPepper Media (2,80 euros de cash par action pour un cours de 1,5) ? Voilà en tout cas ce qu'il aurait pu en dire :

« Surely the owners of a business have a better alternative than to give its present cash away, for fear that it is later going to be dissipated (...). Evidently stockholders have forgotten more than to look at balance sheets. They have forgotten also that they are owners of a business and not merely owners of a quotation on the stock ticker ».

Ainsi les deux dirigeants d'Aufeminin.com détiennent-ils encore 5 millions d'euros au travers de leur participation de 70% dans cette société qui emploie une vingtaine de salariés. Croyez-vous qu'ils s'amusent à remplacer 4 maisons par un hôtel avenue d'Iéna en espérant aller en prison au tour suivant sans passer par la case départ ?

SEXTANT INC : LE VOYAGEUR IM PRUDENT

Barjavel a offert à tous les grands enfants de formidables voyages dans ses romans de sciences-fictions. Le nouveau marché nous offre aussi un voyage dans le temps, qui nous permet d'investir dans les conditions de 1932 !

En fait, je suis bien conscient de faire un raccourci un peu rapide, et je vous prie de bien vouloir me pardonner. Premièrement, les entreprises dont parlait Graham dans son article avaient toutes perdu beaucoup d'argent en 1931, et la plupart continuèrent à en perdre en 1932. Ce n'est pas le cas de nos investissements. Des entreprises comme Neurones, Pharmagest, ou SII disposent de trésoreries gigantesques et ont de confortables marges d'exploitation. Aufeminin.com, AdPepper ou Boursorama



(ex-Fimatex) ont des trésoreries qui auraient fait rêver Benjamin Graham lui-même, elles sont à l'équilibre depuis quelques mois et surtout sont positionnées sur des métiers à forte croissance. Et enfin, élément capital, nous ne sommes pas en 1932, en plein marasme économique, au beau milieu de la « Grande Dépression », dont les États-Unis ne sortirent que 8 ans plus tard.

Votre holding, Sextant Inc, n'existait pas non plus en 1932, mais dispose tout de même d'une trésorerie tout à fait pléthorique : 42% de sa capitalisation boursière est couverte par sa trésorerie !

Faut-il assister aux réunions du club de l'Amiral ?

Oui car grâce aux petits plats de Charlotte's Cooking (06 62 63 68 93), société malheureusement non côté, nous y mangeons fort bien. SEXTANT PEA vous traite mieux que la plus chic des banques d'affaires.

C'est surtout un excellent moyen de vous impliquer dans la gestion de votre épargne. Investir en bourse est un métier tout à fait passionnant, et nous vous proposons de partager cette passion. Réunions après réunions, nous espérons vous faire mieux comprendre nos méthodes de gestion. Vous investirez alors chez nous avec plus de confiance et pourrez pourquoi pas nous apporter de bonnes idées d'investissement.

Lors des deux derniers déjeuners, des sociétés sont venues se présenter. Je remercie vivement les participants qui grâce à leurs questions très pertinentes m'ont permis d'approfondir mes connaissances sur le métier de ces entreprises.

Voici quelques idées d'investissement dont vous auriez pu profiter en assistant à nos deux derniers déjeuners :

1. Sextant PEA. code sicovam 98105, 0% de droits d'entrée seulement pour vous,
2. Le 5 juillet, vous avez rencontré la Présidente de AuFeminin.com, remarquable société dont le cours a progressé de 30% depuis cette date,
3. Le 11 octobre, vous avez rencontré le DG de Neurones, société non moins remarquable dont le cours a progressé depuis de 25%.

Alors à bientôt, au club de l'Amiral ! Je vous communiquerai la date de notre prochaine réunion dès qu'elle sera fixée.

François

Cette semaine, exceptionnellement, vous avez le droit à deux suppléments :

LES DEVOIRS DE L'INVESTISSEUR SEXTANT

Investir dans SEXTANT PEA vous donne des droits mais aussi des devoirs. Pour être un bon investisseur labellisé SEXTANT PEA vous devez :

- Aller régulièrement acheter des petits vêtements chez CAMAIEU. Si vous n'aimez pas leur dernière collection, faites vous quand même plaisir avec leurs tee-shirts. Ils sont vraiment de très bonne qualité, les couleurs sont jolies, tiennent très bien à la machine (les tests Sextant sont impitoyables) et les marges sont excellentes.
- Téléphonnez tout de suite au 01.40.35.10.10 et abonnez-vous à n'importe quel journal. Vous verrez, c'est formidable : vous pourrez vous abonner en quelques minutes, et vous désabonner encore plus vite (mais ce ne serait pas très gentil). Pour cela, vous devrez quand même vérifier avec l'opérateur si votre banquier (Crédit Lyonnais, Soc Gen, BNP, CCF) ou votre hypermarché (Auchan) dont vous avez la carte est partenaire de la société ADLP. Si ce n'est pas le cas, exigez de votre banque qu'elle vous offre le service presse ADLP ! !
- Faites du site Aufeminin.com la page d'accueil de votre Internet Explorer à la maison et au bureau. Allez régulièrement sur ce site faire des jeux pendant vos horaires de travail. Consultez-y de nouvelles recettes de cuisine. Testez votre QI ou votre sensualité, et surtout cliquez sur toutes les publicités qui apparaissent sur l'écran, vous verrez, vous y apprendrez plein de choses passionnantes.
- Exigez une meilleure qualité de service de la part de votre service informatique, et aidez-les en leur recommandant de travailler avec le Groupe Neurones, excellentes SSII dont les prix sont moins chers pour les investisseurs Sextant (et pour les autres aussi).
- Achetez une Velsatis pour remplacer votre ridicule Mercedes 4x4
- Remplacez chaque année les rideaux de votre chambre chez GIFL.
- Menacez votre pharmacien de ne plus lui acheter de shampoing s'il n'utilise pas le logiciel révolutionnaire LGPI de la société PHARMAGEST.
- En revanche, il est désormais inutile de vous faire couper les cheveux à domicile, le groupe Philippe BOSC est la première société Sextant victime d'une OPA. Elle sortira donc prochainement de notre portefeuille, à 30 euros.

LA REPONSE A VOTRE QUESTION : « MON PORTEFEUILLE A PERDU 60% DE SA VALEUR EN 2 ANS. JE NE VEUX PAS PRENDRE MES PERTES POUR ACHETER DU SEXTANT. QUE DOIS-JE FAIRE DOCTEUR ? »

Vous avez investi dans un appartement Z de 100m² en 1991. Vous déménagez en 1997, vendez Z 50% moins cher pour racheter Y, 100m² aussi mais mieux placé, plus lumineux. Avez-vous pris votre perte ? Non bien sûr, vous êtes toujours investi dans l'immobilier. Si vous n'êtes pas satisfait de la façon dont est géré votre argent en bourse, vendre des titres ou un fonds pour en racheter un autre ne vous fait pas sortir de la bourse.

Soyez rationnel, en gestion de patrimoine comme dans tous les métiers, il y a des gens plus performants et des gens moins performants. Feriez-vous à nouveau appel à un plombier qui aurait percé la tuyauterie de votre baignoire ? Bien sûr que non ! Et pourtant, c'est ce que font la plupart des gens pour leur épargne. Pourquoi ? Parce qu'il est malheureusement plus difficile de juger un gestionnaire de patrimoine qu'un plombier. Ou plutôt cela demande plus de temps.

Un peu de Publicité pour mes sympathiques hébergeurs

Aujourd'hui, Didier Le Ménestrel, gérant du fameux fonds AGRESSOR, est reconnu comme un excellent gérant en actions françaises. Après avoir surperformé de plus de 400% le CAC 40 sur 10 ans. Mais il aura fallu attendre précisément 10 ans pour le savoir. Alors pour choisir votre gérant, il ne vous reste que trois solutions :

1. vous fier à l'expérience du passé, et faire l'excellent choix d'acheter des parts du fonds AGRESSOR ou de son jumeau AGRESSOR PEA
2. remettre votre sort entre les mains de la providence en vous accrochant à des titres ou des fonds dont vous ne connaissez en rien la valeur intrinsèque ni la philosophie de gestion
3. vous impliquer pour mieux comprendre la philosophie de gestion de SEXTANT PEA, relire les rapports annuels de Berkshire Hattaway en espérant que votre gérant y ait compris la bonne parole, puis investir en toute confiance dans un nouveau fonds qui ne dispose pas encore d'un track record significatif (votre gérant a tout de même fait de bonnes études).

Malheureusement, il vous est en théorie tout à fait impossible de savoir si SEXTANT surperformera les indices, ou même s'il vous fera gagner ou perdre de l'argent. Mais puisque votre gérant prend le risque de réfléchir à ce qu'il fait, le mieux pour vous est d'essayer de savoir s'il réfléchit bien. Comment ? En relisant par exemple attentivement le guide de l'investisseur, ou bien en participant aux prochaines réunions du club de l'Amiral.