



Qui perd gagne

Chers investisseurs

- L'actif de Sextant est de 5,2 millions d'euros.
- Vous pouvez toujours consulter la performance de Sextant (code 98105) sur Boursorama. Le prix de la part est de 1046 euros au 13 septembre. Les prix des actifs financiers ont fortement chuté cet été. Parfois pour de bonnes raisons, parce que les investisseurs ont découvert que certains actifs n'avaient pas ou moins de valeur. Souvent pour de mauvaises raisons : ce n'est pas parce que Messier est un mauvais manager que Michel Bon est un bon manager. Si vous ne voyez pas le rapport, rassurez-vous, moi non plus. De toute façon, personne n'y comprend plus rien. Ce qui est sûr, c'est que dans la dégringolade générale, il y a de (très) bonnes affaires à réaliser.

TIMING : PRENONS UN PEU DE REcul (QUELQUES SIECLES)

Faut-il rentrer en bourse aujourd'hui ? Après une baisse de plus de 50% en deux ans, ce n'est probablement pas une mauvaise idée. Les investisseurs sont tétanisés par un ralentissement de l'économie, un risque de guerre Irako-Pétrolière et le prochain attentat majeur d'Al-Qaïda. La guerre éclatera, il en viendra d'autres. Les fanatiques tueront, seront tués, puis seront remplacés et tout recommencera, comme depuis plusieurs siècles. C'est pourquoi le prochain soubresaut sanglant ne fera pas baisser durablement les marchés financiers, car il est largement anticipé par l'inconscient collectif : la probabilité qu'il se produise est de 100%.

Mais si les marchés se sont effondrés, certains oracles nous annoncent encore le pire. Vous trouverez les résultats des recherches les plus noires de Peter Bernstein et Georges Arnott (gourou-gourou) sur Forbes.com. Les prédictions les plus terribles de Bill Gross (un des meilleurs gérants obligataire du monde) sur Pimco.com. Nos amis ne font pas de prévisions macro-économiques catastrophiques. Ils ne parlent pas de guerre ou de terrorisme. Ils disent simplement que les actions sont trop chères. En déconstruisant brillamment ce que votre conseiller financier vous répète depuis quelques années : « sur le long terme, les actions constitueront toujours le meilleur placement, la preuve en est la surperformance systématique de ces dernières depuis 1825 » (la mémoire de votre conseiller est peut-être un peu plus courte...). Bernstein et Arnott démontrent que cette victoire est en majeure partie due à une variable qui a malheureusement épuisé ses ressources : la hausse des PER. Schématiquement, le prix d'une entreprise dépend de son résultat net et du multiple que le marché est prêt à payer sur ce résultat. Ce multiple s'appelle le PER (Price Earnings Ratio). Donc si la bourse a monté depuis 1825, c'est que d'une part les résultats des entreprises, donc leurs dividendes, ont progressé (élément reductible) et que d'autre part les PER ont augmenté (élément non reductible, ils sont passé de moins de 5 en 1825 à plus de 30 en 2000). Pour l'avenir, la bourse (ou plutôt les indices boursiers) ne pourra plus compter que sur la hausse des résultats (tout cela n'est pas facile à expliquer en quelques lignes, il y a un exemple à la fin de la lettre). Ce qui ne serait pas suffisant pour battre d'autres placements plus sûrs, comme les obligations d'Etat, qui rapporte du 4%.

Au risque de remporter le prix Nobel d'économie, je rajouterai à la théorie de Bernstein et Arnott que pour gagner, la Bourse s'est comportée depuis presque deux siècles comme un gigantesque fonds « Value », qui aurait acheté en 1825 des entreprises globalement dynamiques et très faiblement

valorisées (des PER de 4), et qui aurait patiemment attendu que les résultats progressent et que les PER augmentent (plus de 30 en 2000). C'est une formidable confirmation de la philosophie de gestion de Sextant : pour gagner, il faut jouer la hausse des PER et la hausse des résultats. C'est le principe même de la gestion « value » : acheter des entreprises sous-évaluées qui grâce à leur bonne gestion et à leur bon positionnement connaîtront une bonne croissance de leurs résultats et donc une réévaluation de leur multiple de valorisation.

Ainsi, même si les indices ont réellement achevé leur fabuleuse hausse en 2000, il restera pour de nombreuses années des entreprises sous-évaluées aux perspectives prometteuses. Et des effets de mode, des vents de panique et des accès d'euphorie pour faire tourner la roue.

C'est pourquoi le timing pour acheter/racheter/renforcer/moyenner sur Sextant Pea est excellent. D'une part les actions françaises ont retrouvé des ratios de valorisation raisonnable (un PER de 15 pour le CAC 40), et les indices pourraient remonter, entraînant inévitablement le reste de la côte à la hausse. D'autre part l'effondrement récent, en emportant tout sur son passage, a créé de formidables opportunités d'investissement. Les sociétés de votre fonds ont pour certaines des valorisations dignes du 19ème siècle ou de 1932 !

PERFORMANCE RELATIVE / PERFORMANCE ABSOLUE

Sextant a très largement battu les indices depuis le début de l'année. Voici la performance absolue et relative (par rapport au CAC 40) du fonds depuis le 18 janvier 2002 :

	SEXTANT		CAC 40		Perf relative
13-sept	1046,1	5%	3156	-29%	33,7%
	1042,0	4%	3247	-27%	31,2%
6-sept					
2-août	1049,5	5%	3245	-27%	32,0%
5-juillet	1097,0	10%	3863	-13%	22,9%
7-juin	1141,0	14%	4020	-10%	23,7%
17-mai	1218,0	22%	4443	0%	21,9%
3-mai	1159,1	16%	4355	-2%	18,0%
5-avril	1137,5	14%	4516	2%	12,2%
1-mars	1060,0	6%	4486	1%	5,2%
1-févr	1053,3	5%	4449	0%	5,3%
18-janv	1000		4449		0%

La performance relative rassure l'ego de votre gérant. Mais elle ne vous permettra en aucun cas de vous constituer des réserves pour l'avenir. En ce qui concerne la performance absolue, il nous faudra un peu de patience pour mieux l'apprécier. Mais c'est bien sûr celle-là qui nous intéresse.

SEXTANT INC.

Les entreprises «Sextant» peuvent être scindées en deux groupes. D'abord des entreprises aux modèles économiques qui ont bien fait leurs preuves depuis de nombreuses années et qui ont encore beaucoup de potentiel (Camaïeu, ADLP, Gifi, Renault.....). Ensuite des entreprises dont les modèles économiques n'ont pas encore répondu à toutes leurs promesses mais qui disposent de ressources financières importantes. Voici les principaux ratios de valorisation de Sextant Inc. :

PER 2002	26,1	VE/CA 2002	0.48
PER 2003	12,5	% dette nette / capitalisation boursière	-34,4%
RN 2003/2002	108,80%		

Le PER 2002 est toujours très élevé, car certaines de nos entreprises sont en perte. Mais elles disposent globalement de beaucoup de cash (34% de la capitalisation boursière de nos entreprises est couverte par leur cash !). La hausse des résultats en 2003 n'est pas due à un miracle, mais simplement à la disparition ou à la réduction des pertes d'entreprises comme AuFeminin.com (leur effectif est passé de 50 à 25 en 16 mois, leur chiffre d'affaires est en hausse,....).

UN PEU DE LECTURE

Je suis client depuis quelques mois de la société ADLP et je m'en félicite. Avec un simple coup de téléphone, je peux m'abonner ou me désabonner de pratiquement n'importe quelle revue. Et au meilleur prix évidemment. ADLP rend un véritable service à sa clientèle. Si vous avez par exemple un compte au Crédit Lyonnais ou à la BNP, vous pouvez vous abonner à La Recherche (intéressant mais on ne comprend pas tout !) ou à Maximal (intellectuellement plus abordable) en téléphonant au 01.44.35.10.54. Au meilleur tarif disponible, et sans aucun engagement dans la durée. Et puis vous êtes actionnaires de cette société, qui représente 10% de l'actif de Sextant, alors n'hésitez pas, parlez-en à vos amis ! ADLP est très mal valorisé par la bourse qui ne connaît pas ce métier. Merci.

LE TRAIN REPASSERA TROIS FOIS

Soyons francs, nous avons tous raté le train de l'internet. Aujourd'hui, vous ne devriez plus perdre votre temps à lire cette lettre. Vous devriez être immensément riche et vivre enfin heureux (?). Oui, vous auriez dû, si seulement vous aviez été un gourou, faire « fois deux cent » avec Yahoo. Mais vous ne l'avez pas fait. Vous avez aussi raté le deuxième train, un véritable avion celui-là, celui qui est passé dans l'autre sens, et qui vous aurait permis de faire encore « fois 100 ou 1000 », en achetant des options de vente sur France Telecom ou Amazon. Vous ne l'avez pas fait, et pourtant cette fois-ci vous le saviez, vous l'aviez dit à vos amis.

Personnellement je rate toujours ce genre de super TGV. Parce que j'aime bien connaître ma destination et que j'ai horreur de monter ou de sauter en marche. Le train de l'Internet est revenu à la



case départ. Il est à l'arrêt, et plus personne ne veut y monter. Pourtant cette fois-ci le jeu est plus clair. Les gagnants commencent à émerger. Les perdants sont déjà morts. Certaines sociétés disposent de réserves financières généreuses. Les chiffres d'affaires progressent, la validité des business models se confirme. Profitons-en. Il y a de nombreuses places libres en première classe.

LE CLUB DE L'AMIRAL

L'événement de la rentrée, c'est le prochain déjeuner Sextant. Je vous propose de vous retrouver le vendredi 11 octobre, vers 12H45. A cette occasion nous passerons en revue une partie du portefeuille, nous parlerons des idées de M. Bernstein et nous accueillerons un des managers d'une entreprise labellisée Sextant. Je serai surtout ravi de vous écouter me proposer quelques idées d'investissement.

Attention, si vous souhaitez participer, merci de me le confirmer. Le lieu du déjeuner n'est pas encore confirmé. Et si vous avez de riches amis (1040 euros minimum d'épargne long terme disponible), n'hésitez pas à venir avec eux, ils vous en seront, je l'espère, reconnaissant !

À bientôt

François

Explications sur Bernstein et Arnott

Une société vaut 100\$ en bourse en 1825. Elle réalise 25\$ de bénéfice. Son PER est donc de 4 en 1825 ($\text{cours de bourse}(100) / \text{bénéfice}(25) = \text{PER}(4)$). En 2000, son bénéfice est de 100\$, le PER est de 40, la société a donc un prix en bourse de 4000 \$ ($\text{bénéfice}(100) * \text{PER}(40) = \text{cours de bourse}(4000)$). Le principal facteur de hausse a été la hausse du PER (fois 10), plus que la hausse du résultat (fois 4). Pour que la bourse ait la même performance sur les 177 prochaines années, il faudrait que le PER de cette entreprise soit de 400 en 2179. Un peu cher non ?

Je suis susceptible d'être poursuivi en justice par Messieurs B&A, car mes explications sont vraiment indignes de leurs brillants travaux. D'avance, je leur demande pardon à genoux.