

Bilan sur 2002 : Lettre de janvier 2003

Chers Amis Investisseurs,

- L'actif net de Sextant PEA était au 31 décembre 2002 de 6.5 Millions d'euros. Je vous remercie pour la confiance que vous avez bien voulu m'accorder dès la première année d'existence du fonds.
- Vous pouvez consulter la performance de Sextant (code 98105) sur Boursorama. Au 31 décembre 2002, le prix de la part était de 1147 euros, soit une performance de +15% depuis le 18 janvier, date de lancement du fonds, ou encore une sur-performance de +46% par rapport au CAC 40 sur la même période. Après les investisseurs, ce sont les managers des entreprises labellisées « Sextant Inc »¹ que je tiens à remercier sincèrement. Malgré des emplois du temps surchargés, ils ont toujours réussi à trouver le temps pour répondre à mes questions. Ils ont surtout beaucoup travaillé en 2002 afin de satisfaire leurs clients et leurs collaborateurs, sans oublier bien sûr leurs actionnaires.

Les nuages s'amoncellent et de nombreuses crises nous menacent, et pourtant les premiers jours de janvier sont toujours porteurs d'espoir de changement. Dans le journal Le Monde du 1er janvier, Edgar Morin écrit : « le chaos où l'humanité risque de sombrer porte en lui son ultime chance... parce que la proximité du danger favorise les prises de conscience, qui peuvent alors se multiplier, s'amplifier et faire surgir une grande politique de salut terrestre ». C'est la fin de cette phrase que nous avons tous envie de retenir en ce début d'année. Financièrement, je ferai en tout cas tout mon possible pour que ceux qui m'accordent leur confiance soient satisfaits de l'évolution de leur épargne, en 2003 avec un peu de chance, mais plus sûrement d'ici 5 à 10 ans. Pour le reste, c'est à dire le plus important, je vous souhaite une excellente année 2003.

Une Bonne Année 2002 et des perspectives encourageantes pour 2003

Le tableau ci-dessous retrace les performances absolues et relatives de Sextant PEA du 18 janvier au 31 décembre 2002 :

	Sextant	Perf absolue	CAC 40	Perf CAC 40	Sextant vs CAC	Nouveau marché	Perf NM	Sextant vs NM
31/12	1147,24	15%	3063,91	-31%	45,9%	509	-54%	69%
29/11	1180,36	18%	3326,65	-25%	43,3%	604	-45%	63%
31/10	1020,60	2%	3150,04	-29%	31,3%	509	-54%	56%
27/09	991,43	-1%	2950	-34%	32,8%	475	-57%	56%
30/08	1085,62	9%	3366	-24%	32,9%	620	-44%	52%
26/7	1045,00	5%	3172,65	-29%	33,2%	612	-45%	49%
28/6	1115,18	12%	3897,99	-12%	23,9%	722	-35%	46%

¹ Sextant Inc est la partie de Sextant PEA investie en actions (soit à ce jour environ 92% du portefeuille) que je considère comme un holding

31/5	1176,46	18%	4275	-4%	21,6%	863	-22%	39%
26/4	1163,72	16%	4453	0%	16,3%	1002	-9%	26%
28/03	1124,84	12%	4688	5%	7,1%	1159	5%	7%
22/02	1046,72	5%	4245	-5%	9,3%	992	-10%	15%
18/01	1000,00		4449			1103		

Peu de Corrélation avec les indices

Sextant n'a jamais été investi à plus de 5% sur les valeurs du CAC 40. En revanche, environ 40% de l'actif du fonds étaient investis sur le nouveau marché en moyenne sur 2002. Ces comparaisons avec les indices n'a qu'un seul véritable intérêt : montrer qu'il n'y a eu qu'une très faible corrélation de leur évolution avec celle de Sextant. De nombreux investisseurs se sont montrés très inquiets à propos du fort positionnement du fonds sur le nouveau marché en début d'année, puisque cet indice avait déjà perdu plus de 80% de sa valeur en moins de deux ans, et que son effondrement semblait sans fin. Ils ont eu partiellement raison, puisqu'il a encore perdu 50% en 2002. Cependant, je n'ai pas investi « sur le nouveau marché », mais sur des entreprises, dont les cours de bourse avaient justement été entraînés à la baisse par leur indice de référence. La nouvelle baisse du nouveau marché en 2002 a permis à Sextant de se renforcer sur ces valeurs à des prix vraiment surprenants, illustrant parfaitement notre adage « Qui Perd Gagne » de la lettre de juin 2002.

La surperformance relative du fonds est tout de même assez incroyable, et il paraît difficile d'imaginer qu'elle pourra être répétée en 2003. Et ce n'est pas notre objectif, ce qui nous intéresse étant plutôt la performance absolue. Sur ce dernier critère, je suis très optimiste, en particulier parce que Sextant disposera en 2003 d'un moteur mieux rodé et plus puissant.

Le Rodage du Moteur ou l'Effet Positif de la Courbe d'Expérience

La pente de la courbe d'expérience, pour toute activité, est très forte à son démarrage puis va en diminuant. Cela sera particulièrement vrai pour la gestion de Sextant. Voici pourquoi :

Imaginez que vous êtes un génie de l'investissement. Vous êtes capable de discerner la meilleure valeur à jouer, sur les 12 prochains mois, sur un ensemble de valeurs données que nous appellerons EVS (Ensemble des Valeurs Suivies).

Logiquement, plus cet ensemble sera large, plus vous aurez de chance de trouver une valeur très performante. Si début 2002 vous aviez eu le choix entre France Telecom (-62%) et Vivendi Universal (-75%) tout génie que vous êtes, vous auriez eu une performance désastreuse. Si votre choix de valeurs s'était élargi à Passat Industries 2 (nouveau marché), votre portefeuille aurait progressé de 200%.

Je ne suis malheureusement pas un génie de l'investissement : entre Passat et Vivendi, c'est cette dernière valeur que j'ai choisie ! Une grosse bourde sur laquelle je reviendrai plus tard. Mais si l'on admet que je sois capable de valoriser à peu près correctement les sociétés dont je comprends bien les

² Passat Industries est une société qui a eu en 2002 une performance fabuleuse, mais malheureusement dont je n'ai pas bien compris, non pas l'activité, très simple, mais la manière de la valoriser. Dommage, n'est-ce pas ?



métiers et les perspectives, il paraît logique que plus mon EVS personnel s'élargira, plus je serai capable de trouver des entreprises sous-valorisées.

Or début 2002, je dois bien avouer que mon EVS était beaucoup trop restreint. Habitué à faire de gros paris sur 2 à 3 valeurs, je me suis retrouvé dans l'obligation d'investir pour Sextant sur un minimum d'environ 16 valeurs. Mes plus gros paris se sont révélés largement gagnants, mais les investissements que j'ai réalisés « par défaut » ont été dans l'ensemble médiocres. Parce que j'ai dû faire mes choix sur un nombre de sociétés trop restreint, j'ai logiquement pris de mauvaises décisions.

Pour cette raison je suis très optimiste pour l'avenir : ratissant plus large au fil du temps, je devrai trouver plus de pépites. Ce qui me permettra d'être de plus en plus exigeant sur la qualité de mes investissements.

La Puissance du Moteur, ou Comment Doper la Pente de la Courbe d'Expérience

A partir du mois de février, deux partenaires me rejoindront aux commandes de Sextant. A terme, notre EVS sera 2 à trois fois plus large. Je crois vraiment aux vertus du travail d'équipe, et je reviendrai plus tard sur l'organisation que nous adopterons et qui nous permettra d'optimiser notre performance.

Réflexions sur les Méthodes de Gestion – Analyse des Erreurs Commises

Il est essentiel de marquer la fin (ou, en l'occurrence, le début) d'année par une réflexion sur les méthodes de gestion. Et d'analyser les erreurs commises. Pourquoi tel ou tel investissement a-t-il été fructueux, et pourquoi tel autre s'est-il révélé décevant ? Est-il possible d'en tirer des conclusions enrichissantes ? Ou bien est-ce le facteur chance qui décide de tout ? Les erreurs commises peuvent-elles être évitées à l'avenir ? Et surtout, nos méthodes de gestion se sont-elles révélées efficaces ?

Un Processus de Gestion Largement Validé

Je reprends ci-dessous certaines parties du guide de l'investisseur pour illustrer mes propos :

1. **Valeur – Marge de Sécurité** – périmètre de compétence : les décisions d'investissements de Sextant se font uniquement sur la base de la valeur intrinsèque des entreprises. Je dois être capable de valoriser une entreprise avant toute chose, c'est à dire de comprendre son modèle économique, qui doit rester relativement simple. Cette valeur doit être très éloignée du prix coté de l'entreprise. Le marché doit donc nous offrir une large marge de sécurité (de 50 à 100% selon la liquidité du titre). Les modes boursières, les rotations sectorielles, les prévisions économiques et indicielles ne seront en aucun cas des critères d'investissement. De nombreuses opportunités et de « bons coups » seront probablement manqués, par rigueur et discipline, afin de ne pas sortir de notre périmètre de compétence.

Les plus belles performances de 2002 répondent tout à fait aux critères énoncés ci-dessus : des métiers faciles à comprendre (distribution, media simple, services informatiques peu sophistiqués, autres services aux entreprises simples à comprendre, brokerage par internet, coiffure à domicile,...) et de faibles, voire très faibles valorisations :

- **La Valeur** : les plus belles performances ont été réalisées sur des entreprises dont j'ai été capable de bien comprendre les modèles économiques. La distribution de vêtement féminin par exemple est un métier difficile, très concurrentiel, et qui peut s'avérer dangereux lorsque l'on maîtrise mal ses stocks . Mais si le management est excellent, alors il est assez simple de



calculer la valeur de la société (à 40% près, bien sûr). Merci au management de Camaïeu pour son excellence !

- **La Marge de Sécurité** : début 2002, nous avons une marge de sécurité sur Camaïeu de 120%. Le titre a progressé de 80% . La marge de sécurité n'est en aucun cas une garantie de performance à court terme, mais c'est pour le long terme à la fois une sécurité à la baisse et un potentiel de plus-value.
- **Le Périmètre de Compétence** : en apparence le concept le plus simple, puisqu'il suffit de ne s'intéresser qu'aux entreprises que l'on comprend bien. En réalité, c'est probablement le plus dur à définir, puis à respecter. Comment en effet définir le niveau de compréhension exigé ? Puis comment être sûr d'avoir bien appréhendé tous les rouages des modèles économiques ? En ce qui me concerne, je préfère avant tout les entreprises qui proposent des services ou des produits directement préhensibles au consommateur que je suis. Camaïeu, Aufeminin.com et ADLP sont des entreprises dont vous pouvez vous-même utiliser régulièrement les services.

2. **La concentration du portefeuille** : Les investissements de Sextant PEA correspondent à de véritables convictions. Davantage sujets aux doutes qu'aux certitudes, se construire une conviction est pour votre gérant un exercice rare et difficile. C'est pourquoi notre portefeuille sera toujours concentré sur un nombre restreint de participations (entre 15 et 30).

La concentration du portefeuille s'est révélée très fructueuse. Trois valeurs ont atteint le seuil d'investissement maximum* de 10% l'année dernière : Camaïeu qui a progressé de 70% en 2002, Aufeminin.com (+60%) et ADLP (-25%).

Trois autres valeurs qui ont représenté plus de 5% du portefeuille ont également progressé de 30 à 50%.

Le processus de gestion se trouve largement validé par ces bonnes performances. C'est la preuve que j'ai été capable de discerner dans mon ensemble de valeurs suivies celles qui étaient parmi les plus sous-valorisées. Le facteur chance n'est toutefois pas absent de cette réussite, car nous avons eu un bon timing, un élément dont je me préoccupe assez peu et qui n'a pas de place dans les méthodes de gestion de votre fonds. Il est clair que les performances à court terme de Sextant seront un jour ou l'autre pénalisées par un timing défavorable. Mais encore une fois, si nous faisons bien notre travail, une telle situation nous serait en réalité très favorable sur le long terme en nous permettant de renforcer nos positions à de bons prix.

La réussite de la concentration du portefeuille est à mon sens la meilleure validation de notre processus de gestion.

Les Erreurs de 2002 : Auto flagellation et Leçons à Retenir

Curieusement, je n'ai pas toujours appliqué ces principes. Et pourtant, ils sont d'une grande simplicité (à ne pas confondre avec « facilité »). Alors pourquoi ces écarts ?

- Tout d'abord, comme je l'ai dit plus haut, mon EVS était un peu sous-dimensionné début 2002, j'ai donc manqué de choix, ou de temps et d'énergie pour élargir ce choix. J'ai tout de même un peu travaillé en 2002, la situation s'est donc largement améliorée.
- J'ai manqué de rigueur, ou pire, d'honnêteté intellectuelle, en essayant désespérément de trouver de bonnes raisons d'investir sur des sociétés beaucoup trop chères ou dotées de business modèle trop cyclique, ou encore de sociétés trop endettées et donc trop risquées. Exemple : Séché Environnement. C'est une splendide entreprise, et je souhaitai depuis longtemps y investir. La chute de son cours en 2001 de 40% m'a semblé une très bonne



opportunité. Petit problème, selon un de mes ratios financiers préférés, l'action était simplement trois fois trop chère, à 72 euros en janvier 2002. Il n'y avait plus de marge de sécurité. Qu'à cela ne tienne, il me suffisait d'anticiper de très bons résultats pour les 5 années suivantes, et tout rentrait dans l'ordre dans mes calculs de valorisations. J'ai donc investi 4% de sextant sur cette valeur dès le mois de janvier. Après le lancement d'une OPA fort coûteuse sur un concurrent, je me suis réveillé et j'ai sorti la ligne avec 15% de perte. A 25 euros, sur les conseils d'une des futures gérantes de Sextant, j'ai réinvesti sur cette belle valeur soudainement devenue bon marché au mois d'octobre. Malheureusement cette fois-ci je n'ai pas pu jouer à mon jeu favori, Qui Perd Gagne, et si le titre avait doublé deux mois plus tard, nous n'avons pas gagné grand chose sur cette position. Le rappel à l'ordre en 2003 viendra d'une part de l'expérience acquise et d'autre part du travail d'équipe. Il faudra dorénavant expliquer à ses petits camarades pourquoi on ne respecte pas ses propres principes (attention aux coups de règles sur les doigts !).

- Enfin la pire erreur de toutes a été de sortir de mon domaine de compétence, sans même m'en apercevoir. Il est en effet facile de croire que l'on comprend, si on ne se pose pas les bonnes questions. Ces erreurs n'ont porté heureusement que sur environ 5% du portefeuille, avec au passage une perte de 50% sur Vivendi Universal. Ce dernier cas est intéressant à souligner. Je crois sincèrement que quelques analystes et gérants chevronnés sont capables de valoriser les activités de cette société. J'ai cru moi aussi pouvoir me livrer à cet exercice. J'ai bien sûr manqué de rigueur et de réalisme. Vivendi Universal était peut-être une très bonne affaire pour le long terme à 27 euros. Et j'aurai certainement pu me renforcer à 8 euros. Mais ma conviction était beaucoup trop faible pour pouvoir encaisser les mauvaises nouvelles qui suivirent cet achat.

Les Véritables Méthodes de Gestion Sextant

Ne croyez tout de même pas que je n'ai fait que des erreurs en 2002. J'ai eu la curiosité de voir les résultats de Warren Buffett alors qu'il démarrait la gestion de ses premières « partnerships », avec 300.000\$. En 1957, le Dow Jones perdit 6%, et Buffett réalisa 10% de performance. Alors pour faire toujours mieux que le maître, voici les nouvelles méthodes que j'applique depuis le 1er janvier de cette année :

- Relire chaque jour quelques pages de la biographie de Warren Buffett, « *The Making of an American Capitalist* »
- Boire du Coca-Cola (excellent pour la digestion selon notre Amiral)
- Manger de la viande grillée (de préférence chez Buffalo Grill, depuis le 8 janvier)
- Acheter mes sous-vêtements chez Vet'Affaires, moins chers, et de toutes façons, quand on les voit, il est déjà trop tard.....

SEXTANT PEA, UN FONDS SPECULATIF ?

OU

POURQUOI FAUT-IL RACHETER DU SEXTANT

Méfiez-vous des trop belles performances. La théorie financière nous apprend en effet que pour augmenter son retour sur investissement, il est nécessaire d'augmenter ses prises de risques. Ainsi, si gagner 2% par an vous suffit, vous achèterez des Sicav monétaires. Votre risque sera nul. Mais très logiquement, si vous souhaitez obtenir plus, vous devrez prendre plus de risques. Il en est de même de la performance relative, comparée à un indice, en l'occurrence pour nous le CAC 40. En ce sens, Sextant PEA est un fonds à haut risque, puisqu'il ne reproduira en aucun cas l'évolution de cet indice.



Pour la plupart des gérants de portefeuille, c'est un risque insupportable, car leur direction les jugera, à court terme, uniquement sur ce critère. Mais c'est bien le seul risque non mesuré que nous acceptons de prendre, puisque précisément, ce n'est pas un risque pour l'investisseur Sextant.

Faut-il racheter du Sextant ? Ne vaudrait-il mieux pas racheter des titres ou des fonds qui ont beaucoup baissé en 2002 et qui ont donc un potentiel de rebond très supérieur ?

- D'une part les fonds qui ont beaucoup baissé en 2002 ne profiteront pas forcément du rebond des titres qui les ont plombés, car il est fort probable qu'ils réaliseront une partie de leurs pertes en vendant ces mêmes titres, peut-être même à Sextant.
- D'autre part rien ne nous empêche d'acheter les titres qui ont fortement chuté en 2002. Si vous êtes capable d'expliquer pourquoi leur valeur est très supérieure à leur cours de bourse, peut-être pourrions nous aussi y arriver (avec votre aide, au club de l'amiral !). Dans le cas contraire, pourquoi ne pas essayer plutôt le bonneteau ? A condition évidemment que ce soit vous qui maniez les cartes...

Racheter du Sextant est une très bonne idée, à condition que vous ayez du temps devant vous, et que vous soyez prêt à accepter sans trop d'émotion de voir votre investissement se déprécier de 10 à 20% à court terme. Je suis toujours très impressionné par la qualité des managers des entreprises de Sextant Inc, et ravi de l'évolution de leurs affaires et de leurs résultats. Par chance, les cours de bourse restent toujours étonnamment bas, nous pourrions donc pleinement profiter de la réévaluation boursière de ces entreprises. Par ailleurs, le marché reste toujours extrêmement nerveux et nous offre des points d'entrée inespérés sur des entreprises de qualité et relativement facile à évaluer (comme Buffalo Grill, par exemple, qui a valu le 8 janvier moins cher que son patrimoine immobilier).

LE CLUB DE L'AMIRAL

Les structures de gestion de Sextant étant en pleine évolution (positive !), nous remettrons à plus tard notre prochain déjeuner, vers le mois de mars.

Encore une fois, bonne année à tous.

François