

Bilan 2003 et conversation avec Mr Marché Janvier 2004

Chers Investisseurs,

- l'actif de Sextant PEA est au 30 janvier 2004 de 38 Millions d'euros,
- celui de Grand Large de 4 Millions d'euros.

En forte progression par rapport à début 2003 (6.5 millions d'euros), nos encours restent toutefois très modestes (0.03% de l'encours des OPCVM actions gérés en France !).

- En 2003 PEA a progressé de +64%, battant l'indice de +48%, tandis que Grand Large progressait de +14% depuis son lancement en juillet. Sur l'excellent site Boursorama, à la rubrique « Sicav et FCP », sous rubrique « Palmarès », vous constaterez que PEA est un des Fonds les plus performants du monde sur 1 an et deux ans, en compagnie de Fonds Indien, Thaïlandais,...
- Sur un an PEA est au coude à coude avec des Fonds Techno, mais ces derniers ont perdu jusqu'à 50% de leur valeur en 2002, alors que PEA progressait de 14%. Sextant PEA n'est donc pas un fonds « Techno » (heureusement pour vous), mais lorsque les valeurs technologiques sont sous valorisées, nous savons en profiter.
- Depuis 2 ans le deuxième meilleur FCP admissible au PEA progresse de 40%, derrière Sextant PEA, en hausse de 100%. Franchement, ce n'est pas mal, n'est-ce pas ?

RAPPORT de GESTION 2003:

L'essentiel a été dit dans notre rapport 2002 que les plus courageux pourront relire.

Nous avons effectivement écrit ce que nous allions faire et fait ce que nous avions dit. Plutôt que de réécrire le même texte en changeant les dates et quelques virgules (le rapport 2002 est disponible sur le site), je préfère vous retranscrire ici la conversation que j'ai eu récemment avec mon ami, le très sympathique Mr Marché :

Mr M : Bonjour François !

Mr B: euh...Bonjour Georges.... (Georges est parfois un peu fatigant)

Mr M : 65% de perf sur PEA et 14% sur Grand Large, bravo l'Amiral !

Mr B : l'Amiral est en Bretagne, tu le sais bien, moi je ne suis que le navigateur

Mr M : oui, avec ton Sextant, je sais, tu mesures la valeur des entreprises. Je regrette vraiment de ne pas avoir investi dans ton fonds. Mais dis moi, c'est quand même beaucoup plus facile de gérer 5 millions d'euros que plusieurs centaines comme les gérants de ma banque.

Mr B : oui tu as raison. C'est pour ça que tu restes chez eux...

Mr M : OK mais tes encours montent. Tu ne pourras pas toujours faire aussi bien...



Mr B : écoutes Georges, j'étais seul pour gérer 5 millions d'euros, nous serons bientôt quatre pour gérer 40 millions. Je ne sais pas si on fera toujours aussi bien, mais en tout cas on s'en donne les moyens !

Mr M : ça c'est vrai, mais je ne suis pas sûr que ce soit une bonne chose. Les meilleurs gérants travaillent seuls, c'est ce que tout le monde dit. Regarde ton modèle, Warren Buffett.

Mr B (inspiré par Walter Lipmann): quand tout le monde pense la même chose, plus personne ne pense, Georges.

Mr M : oui ça va, je sais, toujours à faire le contraire des autres. Mais aujourd'hui, tes valeurs Internet sont très à la mode, tu fais comme tout le monde.

Mr B : oui, je fais comme tout le monde, j'utilise de plus en plus Internet sur de moins en moins de sites

Mr M : le problème François c'est qu'il n'y a pas de liquidités sur tes petites valeurs

Mr B : c'est vrai, il faut être patient. Ça peut prendre plusieurs mois pour constituer une belle ligne

Mr M : et tu soutiens artificiellement les cours !

Mr B : artificiellement je ne sais pas, mais oui je soutiens les cours. Par exemple, j'ai soutenu il y a quelques mois le cours d'Ubiquis à 2.4, ou celui de Business Interactif à 80 centimes.

Mr M : et voilà, je le savais, mais pour sortir ta ligne, tu fais comment ?

Mr B : pour Ubiquis, j'ai attendu l'OPA à 4.2, début 2003. Pour Business Interactif, j'ai simplement encaissé 1 euros de dividende exceptionnel, et revendu les actions à 1.4 en quelques jours. Curieusement quand ça monte il y a souvent plus de volume.

Mr M : Ah bon.

Mr B : au revoir, Georges

Et oui, mon cher Walter, quand tout le monde pense la même chose, chez Amiral gestion on se demande tout de suite si il ne faut pas penser le contraire (en bourse, il n'y a que deux sens, c'est plus simple). En fait ce n'est pas exactement ça. Pour reprendre le mot de Lipmann plus littéralement, chez Amiral gestion on se demande si quand tout le monde pense la même chose, il ne faut pas simplement penser (ce qui revient souvent au même pour ceux qui arrivent à me suivre, mais moi-même je commence à ne plus très bien comprendre ce que je dis).... Au lieu de philosopher (j'ai eu 2 au BAC), vous préféreriez peut-être que je vous parle de bourse ?

2003 : Résumé des opérations

Comme je vous l'ai déjà expliqué, en 2003 nous avons bien profité :

- du retour en gare fin 2002 début 2003 du train de l'Internet puis de sa forte accélération jusqu'à aujourd'hui (Aufeminin.com, Business Interactif, LDLC.com, Nomatica, Medcost, AdPepper Media, Lycos.). Les performances de ces valeurs ont été absolument explosives.



Nous n'avions rien compris aux valeurs Internet en 2000 (mais y avait il quelque chose à comprendre ?), et donc raté la hausse et la baisse, mais depuis nous avons rattrapé notre retard en travaillant assidûment la question.

- de la très faible valorisation des sociétés industrielles endettées mais à fort cash-flow début 2003 (IMS, Otor)
- des opérations de croissance externe à bas prix et à fort effet de levier tout au long de l'année (Toupargel, Pharmagest)
- de la reprise du CAC 40 en mars avril (grâce à Renault et Carrefour),
- de la crise de la vache folle à retardement (Buffallo-Grill)
- du formidable travail des équipes de Neurones et de SII, résistant vaillamment à la tempête secouant les services informatiques
- et bien sûr de la réussite de nos magasins préférés, Camaïeu, Gifi et Vet'Affaires

Et encore et surtout de la formidable qualité des managers que nous avons eu le bonheur de rencontrer.

2004 : l'année d'ADLP

Nous vous avons déjà parlé de cette société, que nous avons commencé à acheter en 2002 à 10 euros et dont le prix est aujourd'hui de...10 euros. Après un passage à 5 euros début 2003! Un vrai bonheur pour les grands adeptes que nous sommes du « Qui perd Gagne » (voir notre lettre du même nom). Nous pensons que le cours de cette société va au moins doubler en deux ou trois ans (attention, tout le monde peut se tromper, ce sera peut-être dans deux ou trois semaines).

Nous détenons 10% du capital d'ADLP.

C'est l'occasion de vous expliquer un peu comment nous fonctionnons.

ADLP vend des abonnements à durée limitée (ADL) au travers de partenaires (P).

Par exemple, je suis client du Crédit Lyonnais, et je reçois chaque année un courrier de ma banque me proposant de m'abonner à différentes revues (le choix est immense), au prix le plus bas (-20 à -40%), je suis facturé sur ma carte bleue (donc rien à faire), et j'arrête quand je veux. Vous avez sûrement reçu ce courrier, et vous l'avez jeté, comme moi pendant des années. Mais un jour vous vous rendrez compte que c'est un service très utile, et qu'il est fort agréable de lire Gala ou Paris-Match ailleurs que chez votre acupuncteur thaï. Donc le premier point : je comprends le produit (bon, là, y a pas de quoi faire le malin...), et je trouve que c'est un réel service aux consommateurs (ceux qui se sont abonnés à une revue nulle pendant deux ans approuveront). Pour stopper un abonnement ou en prendre un nouveau, c'est simple : un simple coup de fil suffit. D'ailleurs, je vous propose de tester le produit : appelez le 08.92.68.10.98 (tout de suite), et abonnez-vous à n'importe quoi. Si vous êtes client d'une grande banque ou de la carte Pass, ça devrait marcher.

Tout le monde est content : vous, votre banque (la carte bleue chauffe), et les éditeurs. Il n'y a pas de concurrents. C'est un métier qui coûte très cher à lancer, il faut dépenser beaucoup (des mailings) et ça rapporte peu. Mais longtemps. Donc la barrière à l'entrée est forte : il faut accepter d'investir au moins 5 ou 6 ans avant de commencer à voir le cash rentrer dans la caisse.

Les chiffres:



Nombre d'actions 2.410.000 actions. Le cours = 10 euros, soit une capitalisation boursière de 24 millions. Pas de dette fin 2003, ou presque. Bénéfice net de la France = 3 Millions d'euros en 2002, et je pense au moins 3.5M en 2003. Donc un PER de 6.8. Alors que le Chiffre d'Affaires a progressé de 16% sur cette zone. Mais en 2002, ils ont perdu 3.3M sur l'étranger : arrêt de l'Allemagne et développement UK et Espagne. Donc une perte sur 2002 et pas plus que l'équilibre annoncé sur 2003.

ADLP a 1.550.000 abonnés actifs fin 2003, en croissance de 20%. Or ils viennent d'annoncer avoir vendu en Allemagne 37.000 abonnements pour 1.500.000 euros, soit 41 euros par abonnement. Or $1.550.000 * 41 = 63M$ d'euros. Ça fait plus que 24 millions de capitalisation boursière, n'est-ce pas ? C'est ce que j'appelle une bonne marge de sécurité. En plus ils ne devraient pas être à l'équilibre en 2003, mais largement bénéficiaire, puisqu'ils ont fait une plus-value in extremis fin décembre (les abonnements ne sont pas valorisés à l'actif).

Bon, encore une fois, on peut toujours se tromper, le titre pourrait bien diviser par deux ou faire fois trois. C'est vous qui voyez. Vous, mais aussi Mr Marché. Mr Marché qui je l'espère achètera bientôt de l'ADLP à 40 euros (et ce sera peut-être une bonne affaire).

2004 : plus de risques qu'en 2003

Nous n'aimons pas les risques. Contrairement à ce qu'on vous raconte, moins on prend de risque en bourse, plus on gagne. Les gens confondent le risque de ne pas faire l'indice avec le risque de perdre de l'argent. Pour nous faire moins bien que l'indice n'est pas un risque. Perdre de l'argent, si. Or début 2003, notre risque était incroyablement faible. Exemple, Business interactif, cours 1 euros, quatrième trimestre bénéficiaire, 1.6 euros de cash par action, 40 centimes de valeur de report déficitaire. Ça marche, on gagne, ça ne marche pas on gagne. Risque = 0. On aime ça, mais ça n'arrive qu'une fois tous les 30 ans.

En 2004, il n'y a pas d'investissement aussi facile. Nous sommes actionnaire par exemple d'un projet Internet qui a perdu de l'argent en 2003. Ça marche, on fait fois 10, ça ne marche pas on perd 50%, voir 100% (bon là il faudrait quand même que ça ne marche pas du tout du tout). Mais nous pensons que la probabilité que ça marche moyennement est de 25%, très bien 50%, pas bien 15%, pas du tout 10%. Notre espérance de gain est donc de : $50% * 900 + 25% * 100 + 15% * (-50) + 10% * (-100) = 367.5$ pour une mise de 100. Soit 50% de chance de gagner 900, ie faire fois 10, 25% de faire fois 2, 15% de perdre la moitié, 10% de tout perdre. A ce tarif là je parie tout les jours (au casino l'espérance de gain est négative, en jouant les rouges elle est de $1 * 18/37 + (-1) * 19/37 = -0.027$, puisque vous gagnez 1 sur 18 numéros et perdez 1 sur 19 numéros. D'ailleurs je déteste jouer au casino).

La conclusion, c'est que vos FCP vont probablement moins monter en 2004 qu'en 2003. Parce que le marché va corriger plus lentement ses erreurs de valorisation, qui sont moins criantes que l'année dernière (Business Interactif, c'était à hurler très fort). Les marges de sécurité sont moins impressionnantes. Mais tout de même très largement suffisantes pour que nous soyons investi à 55% en actions sur Grand Large.

Grand Large en 2003

Sur Grand Large, nous avons investi en 2003 sur seulement 6 entreprises. Nous étions investi en moyenne à 45% en actions. Depuis Juillet le fonds a progressé de presque 30%. C'est encore une fois



la preuve que notre processus de gestion, basé sur la concentration, a bien fonctionné : nos meilleures idées ont mieux fonctionné que les autres, et nous avons bien fait d'être très concentrés dessus. Le risque de marché est bien plus faible que pour PEA, puisque nous avons encore près de 50% de cash dans le portefeuille, mais le risque « entreprise » est un peu plus élevé, puisque Grand Large est un peu plus concentré. Or nous ne maîtrisons pas le risque de marché, nous sommes donc heureux qu'il soit réduit, mais nous sommes maître du risque que nous prenons sur les entreprises. Si on perd, on ne peut s'en prendre qu'à nous-même, alors que sur PEA on pourra toujours vous raconter que le CAC a baissé et que donc finalement ce n'est pas si mal etc....etc. Grand Large est investi à 10% sur ADLP.

A très bientôt

François

