

# LETTRE SEXTANT

## L'enfance d'un gérant

Comment devient-on un investisseur ? En général, la réponse convenue à cette question consiste à raconter une enfance bercée par la lecture du Wall Street Journal et une passion qui s'est exacerbée à l'écoute de lumineux cours de finance dans une école de commerce. Pour moi, rien de tout ça. Tout a commencé par des images Panini pendant un cours d'histoire géographique de M. Armengaud en classe de sixième.

M. Armengaud, une légende dans mon Panthéon personnel. Il avait la particularité de diviser sa classe en deux : ceux qui écoutaient son cours fort brillant et ceux du « fond » qui pouvaient faire ce qu'ils voulaient tant qu'ils ne faisaient pas trop de bruit (belote, lecture du Journal de Spirou...). J'ai toujours aimé à penser que M. Armengaud était devenu comme ça car c'était un ancien résistant gaulliste qui avait été fort déçu par la jeunesse de Mai 1968. En effet, il me (nous ?) donna la meilleure leçon d'éducation civique que je n'ai jamais reçue.

Un jour, Machin chose (je ne me souviens plus de son nom) envoie un avion en papier qui atterrit délicatement sur le bureau de M. Armengaud. Il interrompt son cours ; silence, on entend les mouches voler comme au début d'« Il était une fois dans l'Ouest » ... Il nous annonce qu'il ne reprendrait pas son cours tant que l'auteur du raid aérien ne se sera pas dénoncé. Silence insoutenable, on commence à entendre l'harmonica.

Quelques minutes passent, le suspense est à son comble, nous transpirons tous à grosses gouttes, une moiteur intolérable règne dans la salle de classe, quand Murat (pour le coup, lui, je me souviens de son nom) lève le doigt et dit « c'est Machin chose qu'a envoyé l'avion ».

M. Armengaud se lève, marche dans la rangée en direction de Murat (l'harmonica se fait de plus en

plus lancinant), s'arrête devant lui (toute la classe retient son souffle), le regarde droit dans les yeux, et lui balance alors la plus formidable paire de claques qu'il m'ait été donné de voir en hurlant : « ON NEUUU DENONCE PAS SES CAMARAAADES !!!! ». Pfft, quelle leçon... Qu'est-il arrivé à Machin chose ? Rien, il est peut-être devenu pilote de chasse.

Revenons aux images Panini. J'avais alors rejoint le côté obscur des élèves du fond. J'étais à l'époque obsessionnel du foot, pour moi le monde se divisait en deux catégories : ceux qui savaient jouer au foot et les autres (les nuls). Un élève de ma classe, découragé par les investissements nécessaires pour constituer un album de vignettes Panini « Championnat de France 1ère division » me donnait alors sa trentaine de vignettes.

Que faire ? Une pochette de 8 vignettes valait 50 centimes et ma semaine de l'époque devait tangenter les 2 francs ; l'album complet avait autour de 400 vignettes et les odieux capitalistes de Panini avaient en plus fait en sorte que certaines images soient très rares.

C'est alors que je découvrais le concept de la gestion value : j'allais échanger mes vignettes, mais toujours au tarif minimum de une pour deux, rançonnant les mains faibles jusqu'à 1 pour 5. Je poussais même le purisme minimaliste jusqu'à ne pas acheter l'album Panini, mais à utiliser à la place un cahier grand format (un cahier Clairefontaine tout de même). Bref, à la fin de l'année scolaire, il me manquait 8 images pour un investissement total de 0F, j'étais le Warren Buffett de la vignette Panini avec un TRI infini !!!

Finalement, gérer un fonds, ce n'est pas très différent d'échanger des vignettes Panini surévaluées contre des vignettes Panini sous-évaluées.

C'est par exemple, ce que nous venons de faire dans notre fonds **Sextant Europe** en achetant des titres **Sika** et en vendant des titres **Nestlé**. **Sika** est une société dont **Saint-Gobain** vient d'acquérir 15% du capital et 52% des droits de vote. C'est un spécialiste suisse des produits chimiques destinés aux matériaux de construction, dont la croissance est impressionnante (sur 10 ans, en euros, 11% par an pour le CA, 13% pour le BPA et 17% pour le dividende). Le titre a baissé de plus de 20% sur l'annonce du rachat par **Saint-Gobain** des actions détenues par la famille actionnaire, car ces actions confèrent la majorité des droits de vote. La situation est un peu compliquée, mais nous ne voyons pas **Saint-Gobain** dépenser 2.3Mds d'euros pour détruire la société. Au pire, **Sika** restera **Sika**, au mieux les deux sociétés trouveront un accord pour rendre cette transaction plus intelligente. Nous avons ainsi acheté des titres d'une société extraordinaire à un prix ordinaire.

Nous avons toujours considéré **Nestlé** comme une sorte d'étalon-or du secteur alimentaire, mais sa valorisation commençait à être tendue. Quand la Banque Nationale Suisse a annoncé qu'elle arrêterait de défendre son lien à l'euro, le titre baissait certes de 8% mais le franc suisse gagnait près de 20%. Ainsi du jour au lendemain, **Nestlé** qui ne fait que 2% de son chiffre d'affaires en Suisse, voyait sa valorisation augmenter de 10% en euros ou en dollars ! C'était absurde et combiné avec une valorisation traitant désormais au-dessus de notre valorisation intrinsèque, nous avons vendu. **Sika** et **Nestlé**, un bel échange de vignettes Panini.

A la lumière de ce qui précède, on pourrait penser que ce que nous faisons est simple. Cela demande en réalité un travail de recherche très important et c'est pour cela que nos équipes de gestion ont toujours été surdimensionnées par rapport à la taille de nos actifs. Pour investir dans **Sika** ou **Nestlé**, il nous a fallu étoffer nos équipes pour développer une expertise européenne.

Aujourd'hui des fonds comme **Sextant PME** ou **Sextant Europe**, tous deux créés dans les quatre dernières années, sont largement investis dans des pays européens autres que la France et affichent des

performances qui les rangent parmi les plus performants de leurs catégories respectives. La philosophie d'investissement qui les caractérise est exactement la même que pour nos autres fonds : rechercher des entreprises mal valorisées par le marché, y être investi dans la durée tant que leur valorisation est trop basse, tout en se désintéressant des problématiques de benchmark.

Eric Tibi