



Chers Amis Investisseurs,

- Nous gérons désormais 82 Millions d'euros sur vos deux FCP, 70 pour PEA et 12 pour Grand Large.
- Les performances 2004 ont été très bonnes : + 30% et +24%.
- Axa et Superman¹ ont chacun offert un cadeau à Sextant pour son anniversaire : deux OPA, une sur Camaïeu et une sur la convertible Marionnaud 2.
- Une fois de plus nous devons remercier les managers de nos entreprises favorites. Avec eux, nous avons toujours de bonnes surprises... Surtout quand ils annoncent de mauvaises nouvelles. Les cours baissent, et pour nous c'est les soldes. Nous sommes comme des ménagères de moins de 50 ans chez Camaïeu le 12 janvier : Heureuses! Un ralentissement chez Vet'Affaires ? Les incroyables frères Lesguer veillent au grain. Une erreur stratégique chez Gifi ? Pas de problème, la famille Ginestet est aux commandes. Le marché du conseil informatique est en crise ? Et alors, n'avons-nous pas Luc de Chammard et sa formidable équipe pour trouver les bonnes réponses chez Neurones ? Une entreprise qui ne fait pas d'erreur, qui ne reçoit pas de coup, ça n'existe pas. Avec nos supers managers aux commandes, nous savons que les orages se transformeront en expériences enrichissantes. Et puisque nous avons raté les vœux 2005 dans cette lettre de janvier écrite en février, nous vous souhaitons, toujours en compagnie de nos supers patrons et de vos FCP favoris, une bonne année 2006, 2007, 2008....

BILAN 2004

Faute avouée est à moitié pardonnée

Flagellation publique, obligation de porter un costume cravate, condamnation à retourner à Omaha se prosterner devant Kiewit Plaza ? Nous serions prêt à tout pour ne plus jamais commettre les grossières erreurs du premier semestre 2004. Nous les avons brièvement évoquées dans notre lettre de juin dernier. Avec le recul, nous avons essayé de les analyser, de comprendre pourquoi et comment nous avons pris de mauvaises décisions. Comme toujours, la lumière vient de la lecture des grands maîtres. Écoutons l'un des plus grands d'entre eux, l'immense « Charlie » Munger, qui fit en 1994 un speech très remarqué aux étudiants de l'University of South California (attention, c'est de l'Américain).

Pour tenter de simplifier ce qui se passe sur le marché des actions, j'aime prendre le modèle du système des paris mutuels des courses hippiques. Si vous y réfléchissez, un système de paris mutuels est un marché. Les joueurs se rendent sur place et parient, et la cote varie en fonction des mises pariées. C'est exactement ce qui se produit à la Bourse.

N'importe quel quidam peut comprendre qu'un cheval avec un excellent track record et monté par un poids plume a bien plus de chance de remporter la course qu'un cheval au palmarès désastreux monté

¹ Superman est le surnom donné par les chinois à Mr Li Ka-Shing, business man de Hong Kong qui apparemment a plutôt bien réussi dans les affaires.

² En dernière minute et pour fêter la Sainte Apolline, une OPA est annoncée sur Parcours. Ainsi ce sont 8,7% de l'actif net de Sextant PEA et 6,5% de Sextant Grand Large qui font l'objet d'une OPA.



par un joueur de sumo. Mais si vous examinez la cote, le mauvais cheval rapporte 100 contre 1, alors que le bon cheval est à 2 contre 1. Si bien que, statistiquement, le meilleur pari n'est pas le plus évident, si l'on en croit les formules de Fermat et de Pascal (bien sûr, vous les connaissez, n'est-ce pas ? NDT)

Ensuite, l'hippodrome prélève 17 % sur les gains. Donc, non seulement vous devez surpasser tous les autres parieurs, mais vous devez les devancer avec une marge suffisante pour permettre le prélèvement de 17 % en moyenne sur vos mises brutes, au profit de l'établissement !

Compte tenu de ces calculs, est-il possible de battre le système à l'aide de sa seule intelligence ? L'intelligence devrait procurer un avantage, car de nombreuses personnes qui n'y connaissent rien tentent leur chance avec de simples chiffres porte-bonheur, comme la date d'anniversaire de leur belle mère. Par conséquent, un turfiste avisé qui se concentrerait uniquement sur la performance des chevaux, pourrait avoir un avantage vraiment considérable, en l'absence des coûts frictionnels engendrés par l'établissement.

Malheureusement, le seul avantage qu'un bon turfiste obtient dans la plupart des cas est la réduction de sa perte moyenne sur une saison de courses, des 17% qu'il perdrait s'il avait un résultat moyen à peut être 10%. Toutefois, il existe des gens qui gagnent aux courses....

Or l'unique point commun de tous les gagnants est relativement simple : ils parient très rarement.

Il n'est pas donné à l'être humain d'avoir assez de talent pour connaître tout sur tout, tout le temps. En revanche, celui qui travaille beaucoup – qui observe et passe le monde au crible à la recherche d'une mauvaise évaluation – parvient parfois à en trouver une. Lorsque le monde leur offre cette opportunité, les joueurs avisés mettent gros sur la table. Ils parient de fortes sommes lorsqu'ils ont une cote très favorable. Et le reste du temps, ils ne parient pas.

C'est un concept très simple. Pour moi il est évidemment valable, en s'appuyant sur l'expérience du système des paris mutuels, mais pas seulement. Pourtant dans la pratique, dans la gestion d'actifs, personne ne fonctionne de cette manière. Or, Buffett et moi-même fonctionnons de cette manière. Et nous ne sommes pas les seuls au monde. Mais une grande majorité des gens ont d'autres schémas délirants en tête. Au lieu d'attendre des occasions évidentes et de miser massivement ils souscrivent apparemment à la théorie suivante : en travaillant plus ou en engageant plus d'étudiants d'écoles de commerce, ils pensent qu'ils finiront par savoir tout à propos de tout et à tout moment. Pour moi, c'est complètement insensé. La seule manière de gagner est de travailler, travailler, et encore travailler, et d'espérer avoir quelques bonnes idées.

De combien d'idées lumineuses avez-vous besoin ? Et bien, je dirais : il n'en faut pas beaucoup au cours d'une vie. Si vous regardez Berkshire Hathaway et ses milliards accumulés, ses dix meilleures idées expliquent la majeure partie de sa fortune. Et ce avec un homme remarquablement brillant qui a consacré sa vie à cela (Warren est bien plus habile que je ne le suis, et très discipliné). Je ne veux pas dire qu'il n'a eu que dix bonnes idées, je dis simplement que la plus grande partie de sa fortune tire son origine de ces dix idées.

Ainsi, vous pouvez obtenir des résultats remarquables en matière d'investissements si vous pensez davantage comme un bon turfiste. Imaginez une course délirante, des chevaux épuisés montés par des jockeys obèses, et un bon petit cheval en retour de forme avec une cote de 100 contre 1. Vous ne serez



probablement pas assez astucieux pour en trouver des milliers au cours de votre vie. Alors mettez le paquet, misez gros. C'est aussi simple que cela.

Lorsque Warren donne des conférences dans les écoles de commerce, il dit : « Pour améliorer radicalement votre épargne, il me suffirait de vous donner une carte comportant seulement 20 cases à cocher, représentant tous les investissements que vous pourriez faire dans votre vie. Et une fois que vous auriez coché toutes les cases, vous ne pourriez plus faire d'investissements supplémentaires. En respectant ces règles, vous feriez vraiment attention à ce que vous faites et seriez contraints de miser après avoir mûrement réfléchi. Vous obtiendriez de bien meilleurs résultats. »

Simplicité biblique n'est-ce pas ? Les grands prophètes ne disent jamais rien de compliqué. Nous n'aimons pas les écouter (en général, à part dans l'investissement financier, il est toujours dangereux d'être un prophète, ça peut même faire très mal!) car le message principal est toujours désagréable à entendre : pour réussir il faut du travail, de la discipline et accepter de se remettre en question. Et la facilité n'est pas au programme.

Pris de court par d'importantes souscriptions début 2004, nous avons agité comme le joueur de PMU qui se donne 100 euros à dépenser chaque dimanche après midi (à condition que les courses aient lieu le dimanche après-midi, à vrai dire je n'en sais rien, je ne joue jamais aux courses). Nous avons pris trop de paris, sans attendre patiemment et après un sérieux travail d'investigation l'opportunité gagnante. Investisseurs relativement avertis mais gérants de FCP novices, nous avons été poussés à la faute par les flux de souscriptions. Nous avons eu peur de ne pas gagner, de voir nos performances à court terme diluées par un trop fort pourcentage de cash dans nos portefeuilles. Il fallait rester investi à tout prix, ne rien rater à la hausse. Nous avons été aussi influencé par nos très bons résultats de 2002 et 2003 qui nous ont fait croire que l'investissement était devenu un jeu facile.

Bien sûr les erreurs de jugement sont inévitables, reproductibles, et pardonnables. Moins acceptables sont les erreurs dues à un manque de discipline et de travail.

« Pour 2004 il y a une mauvaise nouvelle : nous avons fait beaucoup d'erreurs. Il y a aussi une bonne nouvelle : nous avons fait beaucoup d'erreurs » (Julien Lepage).

Nous regrettons vivement nos erreurs qui vous ont coûté probablement une centaine d'euros par part de Sextant PEA. C'est la mauvaise nouvelle. La bonne nouvelle c'est que malgré cela nous vous avons délivré de belles performances. C'est aussi que nous pouvons encore progresser. Nous ne sommes pas morts, nous pourrions donc largement profiter de nos mauvaises expériences. La bonne nouvelle c'est aussi (à posteriori bien entendu, mais tout de même...) que nos erreurs ont été relativement grossières et en grande partie dues à une situation nouvelle qui nous a un peu déstabilisé psychologiquement. Mieux préparés, plus sereins, nous aurions probablement réagi différemment. C'est un métier merveilleux la gestion, on apprend tous les jours !

On ne peut pas toujours se tromper

Nous avons tout de même fait de très belles opérations en 2004. Racheter du Camaïeu à 66 par exemple, ou du Vet'Affaires à 50 euros. Initier une belle ligne en Jacquet Industrie. Acheter la convertible Marionnaud à la reprise de cotation, mi-décembre. Prendre 10% du capital d'Altamir à 90 euros. Et quelques autres belles histoires que nous espérons pouvoir vous raconter dans quelques années.

Perspectives 2005

Cette nouvelle année a plutôt bien commencé pour vos FCP. Les valeurs moyennes et le secteur de l'Internet ont très bien performé depuis le 1er janvier. Toujours un peu plus prudent lorsque le marché est euphorique, nous réalisons en ce moment quelques plus-values sur des titres dont les valorisations nous semblent un peu difficiles à justifier. Comme vous le savez nous aimons concentrer notre portefeuille sur des convictions très fortes. Pour cela il nous faut avoir du cash disponible, pour être prêt à réagir en cas d'opportunité. Et nous en avons environ 50% sur Grand Large et 20% sur PEA.

Nous allons aussi en 2005 reprendre nos bonnes habitudes : aller sur le terrain et tester les produits. Julien ira chez Leroy Merlin par exemple (le dimanche, car nous sommes sérieux, en semaine nous travaillons), où il aura accès aux produits et services de quatre entreprises de Sextant PEA. Sophie retournera chez Vet'Affaires acheter culottes et soutien-gorge à 1 euro. Y a-t-il de la neige à Tignes : je me chargerai personnellement de tester les installations de la compagnie des Alpes (en semaine car le week-end je vais moi aussi chez Leroy Merlin). De retour au bureau, à la pause déjeuner, une petite réussite et une mise au point sur les nouvelles techniques de maquillage sur Aufeminin.com, suivi d'un chat sur Doctissimo sur mon niveau de cholestérol. Le temps d'annuler mon abonnement au magazine *La Recherche* (passionnant mais je ne comprends vraiment rien) et de le remplacer par *Voilà* (plus de photos, moins de texte, les neurones en repos absolu), le tout sans frais et en quelques secondes grâce à la Hotline de ADLPartner (08 92 68 10 98), et me voilà prêt à lire quelques rapports annuels pour terminer la journée. Plus indiscipliné, Julien Lepage lit ses revues (grâce à ADLP toujours) au bureau : *Que Choisir* par exemple. Il y recherche l'avis des consommateurs sur les produits des entreprises cotées. Pour le remercier de ses bons services, nous lui offrirons peut-être une voiture de fonction au mois de juin. Il pourra tester le nouveau véhicule de Renault, son constructeur favori, l'incroyable Logan au prix imbattable de 5000 euros.

Les encours de vos FCP et votre équipe de gestion

Cinq personnes participent désormais activement à la gestion de vos FCP. C'est beaucoup pour gérer 80 millions d'euros. Mais nous souhaitons anticiper une croissance maîtrisée de nos encours. Nos méthodes originales nous permettent d'optimiser notre travail d'équipe. C'est pourquoi nous continuerons à chercher en 2005 de nouveaux partenaires et à tenter d'élargir notre horizon d'investissement. Nous avons déjà investi dans une société chinoise, PetroChina. Quitte à gagner le grand large, pourquoi ne pas partir autour du monde ?

Amiral Gestion, une entreprise citoyenne

Avec beaucoup de chance et de réussite, nous avons réalisé en 2004 de confortables profits. Généreux, nous en donnerons une grande partie à l'État Français. Notre devoir est peut-être d'aller un peu plus loin. Puisque nous suivons en cela l'exemple d'entreprises formidables (VM Matériaux par exemple, et plus proche de nous la Financière de l'échiquier), il nous semble important d'en parler. Pour 2004, nous donnerons 30.000 euros. Chacun des six partenaires pourra donner 5000 euros à l'association de son choix.

A bientôt,

François