



Le marché est devenu fou !

La semaine dernière pour chercher un peu de douceur dans ce monde de brutes, nous nous sommes intéressés aux rares valeurs qui ... montaient et nous sommes tombés sur ... Volkswagen.

Le constructeur automobile allemand s'est apprécié de 50% en moins d'une semaine ! Soit une augmentation de valeur de 35 milliards en pleine débâcle boursière : La capitalisation de Volkswagen a atteint 100 milliards d'euros pour un cours de 300 euros, en hausse de 90% depuis le 1er janvier ... c'est à dire les capitalisations de Renault, Peugeot, BMW, Fiat, General Motors, Ford, Michelin et Daimler réunies. La valeur de Porsche, qui détient potentiellement plus de 50% de Volkswagen est elle de seulement 15 milliards... Cherchez l'erreur !

Sur 20 analystes, 15 étaient à la vente sur Volkswagen et de nombreux Hedge Funds ont pris, de façon à priori rationnelle et intelligente, de grosses positions de vente à découvert devant la survalorisation évidente de la société. Face à la crise financière et la réduction rapide des opérations à effets de levier, les fonds rachètent les uns après les autres leurs positions, entraînant le cours de Volkswagen à la hausse.

C'est fou non ? Ou alors simplement humain... imaginez la pression psychologique : quand une action, que vous détenez, baisse, alors son poids dans votre portefeuille diminue progressivement, vous êtes presque content de la voir rapetisser, la douleur est moins vive avec le temps (10% de 200 = 20, mais 10% de 100 = 10 c'est mécanique) et vous ne pouvez perdre que ce que vous avez investi. Mais si vous l'avez vendue à découvert et qu'elle monte, la valeur de la position augmente et l'effet d'une nouvelle hausse est de plus en plus fort (10% de 200 = 20, 10% de 300 = 30 c'est imparable). La pression psychologique est plus forte tous les jours, et devient rapidement insupportable : Votre risque de perte est infini.

Pourtant il est manifeste que l'action Volkswagen est survalorisée. Mais la situation technique explique tout. Comme sur France Telecom en 2000. Souvenez-vous, le titre était rentré dans la composition de l'indice CAC40 pour 100% de sa valeur alors que seul 20% du flottant était disponible et les gestions « couraient après le papier ». Sur Volkswagen, les fonds "vendeurs" de l'action auront probablement raison à terme mais le souci est que la grande majorité d'entre eux seront morts avant d'avoir eu raison.

Voilà ce que nous essayons d'éviter tous les jours chez Amiral Gestion, mourir en ayant raison. La volatilité au plafond, la liquidité au plancher, il est facile de faire des erreurs, la première étant l'obstination. Heureusement, nous n'utilisons pas l'effet de levier chez Amiral Gestion et nous avons le temps pour nous. Notre principal regret vient du fait que nous avons bien conscience du risque systémique depuis longtemps. Nous ne détenons aucune banque ou compagnie d'assurance depuis la création d'Amiral puisque nous avons toujours été incapables d'en mesurer le risque précisément. La phase d'incubation de la crise a duré extrêmement longtemps. Warren Buffet nous informait de la bombe à retardement des produits dérivés et structurés dès 2002. Si nous avions suivi les Cassandre qui avaient pourtant des arguments très convaincants, nous aurions pu être timorés et ainsi rater d'excellentes opportunités et 4 années de performances annualisées proches de 20% ! Etant



informés des risques multiples, nous avons même passé une bonne partie de l'année 2007 avec des "couvertures" contre la baisse du marché. Elles n'ont pas toutes été profitables et ont fini par nous "user" si bien qu'en ce début d'année 2008, nous n'avions plus d'assurance contre la baisse. On en revient au risque d'avoir "raison trop tôt".

Voilà où nous en sommes aujourd'hui. Nous avons les moyens et le temps d'attendre que le marché nous donne raison. Nous n'hésitons pas à solder nos positions perdantes quand nous constatons que nous nous sommes trompés. Cette année l'OPA sur **Genesys** ou celle sur **Interhyp** n'ont pas compensé nos erreurs sur **AuFéminin**, excellente société trop chèrement valorisée ou **Business et Décision** qui a fait une sortie de route que nous n'avons pas vu venir. Évidemment, le coût d'une erreur est plus élevé dans un marché baissier car la sanction est sans appel.

En revanche, quand nous estimons que notre analyse n'est pas remise en question, nous n'hésitons pas à conserver ou renforcer nos positions. Bien sûr nous pourrions regretter de ne pas avoir allégé nos valeurs pétrolières après 4 ans de hausse ininterrompue du baril et ce pendant les 6 premiers mois de l'année 2008. Mais notre conviction profonde est que nous sommes entrés dans une phase de plateau de la production pétrolière qui contraint l'offre. Et si la demande ralentit dans les pays développés, l'appétit des pays émergents n'a jamais été aussi grand. Notre conviction date de 2004 quand le baril cotait 40USD et que tout le monde s'accordait à le trouver surévalué. Total indiquait récemment que les dernières découvertes ne seraient rentables qu'avec un baril au dessus de 90 USD ! Pourtant la valorisation de la majorité de nos compagnies pétrolières, parapétrolières ou des Oil Sand canadiens s'est effondrée avec la chute des bourses. Le baril est revenu à la "case départ" par rapport au début d'année et notre fonds "Peak Oil" a reculé de 20%. Nous y voyons une formidable opportunité pour y investir.

Bien sûr, nous comprenons que l'atmosphère délétère soit plus propice aux retraits qu'aux souscriptions. C'est un fait, les souscriptions se multiplient dans les phases de hausse et les retraits s'accroissent dans les phases de baisse. Nous comprenons ce comportement. Il est vrai que même si la majorité de nos fidèles porteurs de parts ne regrettent pas leur investissement (Sextant PEA a triplé en 6 ans, Sextant Autour du Monde a progressé de 40% en 3 ans, quand le marché a fait du surplace), les derniers arrivés subissent une perte importante et rapide et peuvent logiquement se demander ce qu'ils font là. La peur vient de l'appréhension de la perte future alors que la confiance naît directement des performances passées.

Tout le monde (ou presque) connaît le fameux adage boursier "acheter au son du canon et vendre au son du clairon" mais la réalité est tout autre. Il est facile de perdre tout repère quand les plus grandes banques américaines peuvent disparaître en quelques jours sous nos yeux. Nous pourrions vous dire, comme en 2002, que nous sommes très contents de l'opportunité que nous offre le marché d'acheter des sociétés bradées qui feront les performances des prochaines années. En 2002, nous avons gagné 14% quand le marché en perdait 30. Ça ne sera certainement pas le cas en 2008 où nous sommes en retard sur les indices. Cette situation ne nous satisfait pas, nous avons commis de nombreuses erreurs. Pour autant... nous ne sommes pas loin de penser que l'histoire va se répéter.

Alors que nous réserve l'avenir dans un monde qui n'a jamais été aussi incertain ?



Nous avons quelques certitudes :

- La crise du crédit va avoir des conséquences lourdes et durables sur les économies occidentales et sur les profits des sociétés. La bourse pourrait continuer à subir des chocs successifs dans les mois à venir.
- Le prix du pétrole va rester durablement élevé sans doute au dessus de 80 USD. La géologie est têtue. Elle aura raison de la météo, l'économie, des politiciens, des hedge funds et des prévisionnistes.
- Les sociétés que nous détenons en portefeuille ont la qualité, les ressources et l'ambition de croître dans un environnement plus difficile.
- Nos entreprises sont globalement capables de s'autofinancer ce qui par les temps qui courent est un actif considérable. L'argent est devenu rare et cher alors que les opportunités d'investissements sont nombreuses et bon marché. Rajoutez à cela un bon management et une vision et vous êtes alors prêts comme nous à les accompagner pour plusieurs années même si la bourse ferme !

Quelques exemples :

Dans les services pétroliers nous détenons pour un prix inférieur à 8X les résultats de l'année en cours des acteurs majeurs de l'exploration offshore tels que **Fred Olsen**, **Songa Offshore** ou **Transocean**, dont les plateformes sont louées pour les 10 prochaines années, avant d'avoir vu la mer.

Petrobras, le géant brésilien a découvert depuis le début de l'année de quoi tripler ses réserves actuelles. Certes, elles sont difficiles d'accès à plus de 2 km de profondeur sous les océans, mais trouver du pétrole en ce moment, ça ne nous semble pas forcément une mauvaise opération, ou du moins ne justifie pas une division par deux du cours, une valorisation inférieure à 8x les résultats et une anticipation d'un baril à 50\$.

Parmi nos fortes convictions, l'**OL Groupe**, le club de foot Lyonnais qui détient 100M€ de cash soit la moitié de sa valeur en bourse, sans parler des joueurs valorisés au bilan pour 94M€. En fait leur valeur de marché est plus proche de 230 M€ soit une plus value potentielle de 150 M€! Les bons joueurs de football, c'est comme le pétrole, ils sont difficiles à trouver et ils valent de plus en plus cher. Le centre de formation du club est le premier pourvoyeur de l'équipe de France junior...une valeur en devenir qui n'est pas encore capitalisée au bilan.

Google dont nous vous avons régulièrement parlé, est largement moins chère que lors de son introduction en bourse en 2004... avec un PE de 20 fois l'année en cours pour une croissance de 30% de ses profits. Vous avez imaginé votre vie sur Internet sans Google ?

Gameloft est un rescapé de l'industrie des jeux sur mobiles. Il dispose de 20M€ de trésorerie au moment où les challengers tombent les uns après les autres. L'Iphone a révolutionné les jeux sur mobile et **Gameloft** est leader incontesté. À 200\$ pièce pour un produit sympa qui permet de voir ses photos et vidéos, télécharger ses meilleurs morceaux, jouer à des jeux



innovants et même si, on veut, téléphoner, les ventes d'Iphone n'ont pas grand chose à craindre de la récession, et les joueurs devraient apprécier de télécharger des jeux de qualité Nintendo DS pour 10 dollars au lieu de 40...

1000Mercis.com a également du cash au bilan, 15 M€ pour une capitalisation de 70M€, un solde de l'introduction en Bourse qui a été judicieusement conservé en Banque dans l'attente d'opportunités. La société est valorisée sous 10X les résultats pour une croissance supérieure à 30% depuis la création.

La liste est longue et nous n'allons pas l'énumérer... Mais nous détenons actuellement quelques sociétés sans doute moins remarquables et moins connues dont la valorisation est intrigante pour ne pas dire grotesque et sur lesquelles nous avons des potentiels de valorisation supérieurs à 300%. Le Krach a été sévère sur les valeurs moyennes, à l'étranger également et impitoyable pour les sociétés qui ont loupé une marche. Nous achetons des actions sur des valorisations inférieures à 3X les résultats ou 2X le résultat d'exploitation quand ce n'est pas ... en dessous du cash à la banque comme en 2002. Il est vrai qu'on ne peut pas faire confiance aux banques mais tout de même...

L'équipage d'Amiral Gestion

Créée en 2003 par François Badelon, Amiral Gestion gère désormais 5 fonds :

- Sextant PEA, fonds d'actions internationales éligible au PEA lancé en 2002 par François Badelon au sein de la Financière de l'Échiquier
- Sextant Grand Large (fonds diversifié flexible lancé en 2003),
- Sextant Autour du Monde, fonds d'actions internationales lancé en 2005,
- Sextant Peak Oil, fonds d'actions internationales principalement investi sur le secteur de l'énergie lancé fin 2007,
- Sextant INC. fonds ARIA EL lancé début 2008.

Avertissement : Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Pour toute information sur les fonds Sextant vous pouvez vous adresser à Vincent DUBOIS (01 47 20 73 37), ou vous référer au prospectus simplifié, document légal faisant foi disponible sur le site internet de la société de gestion www.amiralgestion.fr ou sur simple demande auprès de la société de gestion.