



Chers Amis Investisseurs,

Depuis notre lettre du mois de juin, les marchés financiers ont repris de la couleur, les prix du pétrole ont atteint des sommets puis se sont effondrés de plus de 25%, une guerre a éclaté, perdu par les gagnants, ou vice-versa... Il n'y a qu'une seule chose qui n'a pas trop changé depuis le mois de juin : les performances de vos FCP Sextant sont plutôt sans relief, voire franchement médiocres depuis quelques mois.

Depuis le 1er janvier, Sextant PEA est en hausse de 9,84% Grand Large de 6,47% Autour du Monde de 15,07%, pas de quoi faire les malins quand le CAC 40 progresse lui de 14%. J'aurais préféré vous parler de mes dernières vacances au Maroc, mais je n'y suis plus allé depuis de nombreuses années. À la place, je vais devoir vous expliquer pourquoi nos performances récentes sont décevantes. Finalement, c'est peut-être ça qui vous intéresse, n'est-ce pas ? Mais d'abord, quelques mots sur un vrai gérant de portefeuille...

Mille Merci Mr Bill

Lorsque j'étais (mauvais) élève à l'ESCP, je copiais parfois sur mes petits camarades parce que je n'avais pas appris (ni souvent compris) mes leçons. Ce n'était pas très joli, ni très intelligent. Le problème, c'est qu'à plus de quarante ans je continue à copier... Notre philosophie de gestion, les lettres Sextant... j'en ai presque honte. Je continue à regarder par-dessus l'épaule de types comme Warren Buffett, Charlie Munger, Bill Gross, Benjamin Graham, Whitney Tilson, ou Didier Le Menestrel (mais depuis qu'il m'a viré de son bureau il y a trois ans, j'ai beaucoup plus de mal...). La différence cette fois-ci, c'est que j'apprends mes leçons. Et que je copie sur les profs, ce qui est plutôt l'idée, n'est-ce pas ?

Bill Miller, par exemple est un type formidable. Aux États-Unis, on l'appelle «*the man who beats the S&P*»¹. Nous lisons avec attention tout ce qu'il écrit et tout ce qui est écrit sur lui. C'est toujours passionnant. Je crois que nous n'avons qu'une valeur en commun, Google (que nous avons payé trois fois plus cher que lui, mais c'était tout de même une bonne affaire...) Nous sommes même en total désaccord par exemple sur les sociétés pétrolières². Mais sa philosophie de gestion nous correspond tout à fait, Bill nous apprend à réfléchir, et c'est ce qui nous intéresse. Miller se définit comme un investisseur «*Value*», au sens où il achète des actions en fonction de leur valeur intrinsèque. Il ne s'agit pas de trouver des entreprises à faible PER, ou à fort rendement. Même si nous adorons les gros dividendes et les PE de 3,5.

¹ depuis 1990, le fonds Legg Mason Value Trust bat, année après année, l'indice US Standard & Poors. Personne avant lui n'avait réussi cette performance de plus de 15 ans. Pour 2006, c'est plutôt mal parti, Bill est très en retard, c'est probablement le bon moment d'acheter son fonds !

² Est-ce une bonne idée d'être en désaccord avec Mr Bill? Ça peut faire peur. Pour nous il s'agit d'avoir raison dans une dizaine d'année. See you in 2016 Mr Miller.



Mais laissons plutôt la parole au maître³ :

« Notre définition de la valeur vient directement des manuels de finance, qui définissent la valeur d'un investissement comme la valeur actuelle des free cash flows futurs liés à cet investissement. Vous ne trouverez pas de valeur définie en termes de PER bas ou de prix sur cash flow bas dans la littérature financière. »

Oui, cher docteur Miller, mais comment déterminez vous ces flux futurs de free cash flow ? :

« Nous faisons une analyse des différents scénarios envisageables pour l'entreprise. Nous procédons à des projections de cash flow à cinq ou dix ans selon plusieurs scénarios. Un scénario prolonge le taux de croissance actuel. Dans un autre la société fait beaucoup moins bien. Dans un autre elle fait beaucoup mieux. Nous essayons ensuite de calculer ce que nous appelons la "tendance centrale de la valeur de l'entreprise" (*central tendency of business value*). Chaque scénario analysé nous donne un résultat différent et nous regardons comment ces résultats se recourent. S'ils se recourent tous autour de la même tendance, alors nous avons plutôt une bonne confiance dans notre fourchette de valorisation. »

Intéressant, n'est-ce pas? Franchement, je ne peux pas vous dire que nous faisons précisément la même chose chez Amiral Gestion. Mais nous avons toujours étudié plusieurs scénarios. Mon scénario préféré, c'est d'imaginer que tout va mal. Le scénario noir. Si tout va mal et que vous avez encore de la marge de sécurité en termes de valeur, c'est vraiment formidable. Par exemple, récemment nous avons acheté des actions Leguide.com. C'est un comparateur de prix, comme Kelkoo. Sauf que c'est beaucoup mieux. Les cybers marchands (en tout cas 100% de ceux que nous avons interrogés) estiment que Kelkoo a des pratiques pas toujours très loyales envers eux. Par expérience personnelle, je trouve surtout que leur service n'est pas très transparent envers les internautes, pour rester poli. Leguide en revanche est un vrai site communautaire qui offre un très bon service à la fois aux distributeurs sur Internet (les cybers marchands) et aux internautes. Leguide souhaite se développer en Europe, et va consacrer beaucoup de moyens financiers pour cela. Alors nous avons imaginé : qu'ils allaient dépenser beaucoup d'argent sur ce projet pendant 3 ans, que ça n'allait pas marcher, et qu'en 2009 ils arrêteraient tout : zéro dépense et zéro chiffre d'affaires. Franchement, ce n'est pas très crédible ! Je compte sur les supers managers de cette société pour faire beaucoup mieux, et réussir à pénétrer des marchés ou pour le moment il n'y a pas de leader bien établi. Mais même avec ce scénario, le dossier n'est pas cher et offre une marge de sécurité de 25%. C'est faible, mais si on préfère écouter le management et prendre son scénario, le potentiel de revalorisation est de 130%⁴...

Si Bill Miller est convaincu du fort potentiel de croissance d'une entreprise, il est prêt à payer des multiples de valorisations (PER, etc...) relativement élevés. Il doit y avoir de bonnes raisons pour cela, un actif, un savoir-faire, un leadership, un marché en forte croissance, quelque chose qui permet de se construire une forte conviction. Une forte conviction, mais jamais de certitudes. En tout cas, chez Amiral Gestion, nous ne sommes jamais sûrs de rien. Sauf dans des périodes atypiques : en 2002 il y avait des entreprises rentables, sur des marchés en fortes croissance, qui valaient la moitié de leur cash. Ne rêvons pas, nous risquons de ne plus jamais revoir ça). Mais laissons Mr Miller reprendre la parole :

³ J'ai trouvé ces citations de Bill Miller dans l'excellent livre « *The Man Who Beats the S&P* » de Janet Lowe.

⁴ Au cours d'aujourd'hui de 13 euros, nous avons acheté à 10.2 euros.



« Les estimations de la valeur d'une entreprise sont sujettes à d'importantes incertitudes liées, entre autres, à la disponibilité d'informations exactes, à la croissance économique, à l'évolution de la concurrence, à l'évolution technologique, aux changements de politique gouvernementale ou à la géopolitique, etc. Nous nous efforçons de minimiser les conséquences potentiellement défavorables des erreurs d'estimation de cette valeur en insérant une marge de sécurité entre nos estimations et le prix que nous sommes disposés à payer pour un titre. »

C'est beau n'est-ce pas? Clair, facile à comprendre, pas facile à mettre en œuvre, mais nous remercions tout de même Bill Miller pour ses leçons d'investissement. (C'est encore mieux dans le texte original, à la fin de la lettre).

Encore des Erreurs et pourquoi nous continuerons à en faire

La fameuse marge de sécurité, concept simple explicité par Benjamin Graham, devrait permettre d'éviter, non pas de faire des erreurs, mais de perdre de l'argent. En bref, je me trompe mais je me suis laissé une telle marge de manœuvre que je ne perds rien. Je pense que Miller accepte aussi des paris plus radicaux : faire des paris avec une espérance de gain largement positive mais où la probabilité de perdre pas mal d'argent est non nul. C'est en tout cas le genre de paris que nous acceptons. Perdre de l'argent, définitivement en prenant sa perte, franchement je n'aime pas ça. Mais c'est inévitable, sauf si vous avez un QI de 140, que votre prénom est Warren et que votre meilleur pote s'appelle Charlie.

Sur Hubwoo par exemple, nous avons perdu beaucoup d'argent. Hubwoo est une place de marché pour les grandes entreprises. Cette place de marché permet de centraliser sur internet les achats non essentiels de l'entreprise, en mettant chaque employé en relation directe avec les fournisseurs. Les avantages bien entendu sont formidables pour les utilisateurs de la place de marché : les achats centralisés sont mieux négociés, ils sont mieux suivis (on sait toujours et précisément qui a acheté quoi, et quand). Mais nous avons payé beaucoup trop cher cette entreprise dont le business model n'était pas clairement défini. En réalité même le management ne savait pas exactement comment ils allaient gagner de l'argent. J'ai beaucoup travaillé sur ce dossier, interviewé pas mal de monde et passé (trop) de temps à faire diverses recherches. Il y a eu de nombreux signaux d'alerte, mais je ne les ai pas écoutés. Je crois sincèrement qu'il y avait moyen d'éviter cette lourde erreur. Bill Miller ne l'aurait pas faite (mais Bill Miller est le meilleur gérant du monde, il fait ce métier depuis plus de 25 ans et il gère 20 Milliards de dollars. Nous avons de la marge de progression). Je crois qu'il était aussi difficile de croire à l'Internet, de faire des investissements aussi extraordinaires sur Aufeminin.com, Business Interactif ou Boursorama sans se laisser emballer sur ce projet qui était très prometteur. Comme le dit Julien Lepage, pour me rassurer : « Je préfère avoir fait de l'Aufeminin et de l'Hubwoo que ni l'un ni l'autre ». Peut-être. Mais Julien lui a acheté Aufeminin, mais jamais d'Hubwoo. C'est pourquoi son sous-portefeuille performe bien mieux que le mien depuis 2 ans. A l'avenir, nous essaierons de ne pas investir dans des entreprises dont le business model n'a pas été validé. Soit dans les comptes de l'entreprise, soit par notre expérience personnelle, soit par un modèle similaire déjà existant. Je souhaite à la société Hubwoo le meilleur avenir possible. Il y a de très bons managers dans cette société, et des actionnaires actifs de grandes qualités. Mais la suite de l'histoire se fera sans nous.

Nous passons toujours du temps à analyser nos erreurs. Nous continuerons malheureusement à le faire. Un formidable moyen de progresser. Une chose que nous avons apprise avec Hubwoo c'est que ce sont les bonnes idées qui font le plus mal. La place de marché, c'était une très bonne idée. Les clients et utilisateurs nous l'avaient confirmé. On peut s'emballer sur une bonne idée, pas sur une mauvaise. C'est un peu paradoxal, n'est-ce pas ? Pour mieux comprendre, écoutons plutôt l'inévitable Charlie Munger :



« Ce ne sont pas les mauvaises idées qui vous font mal : ce sont les bonnes ! Vous pourriez vous dire, 'non, ce n'est pas possible, c'est paradoxal' Ce qu'il [Graham] entend par là, c'est que si une idée est mauvaise, il est difficile de s'emballer dessus. Cependant, lorsqu'une idée est bonne, qu'elle repose sur une vérité essentielle importante, vous ne pouvez pas l'ignorer. C'est alors que vous risquez d'aller trop loin. Ainsi, les bonnes idées risquent fort de vous faire souffrir terriblement si vous en abusez. »⁵

Steve Forbes, le Terrorisme et le Pétrole

Beaucoup d'agitation sur les marchés pétroliers depuis plusieurs mois. Nos valeurs ont atteint un plus haut au mois de mars/avril et n'ont pas arrêté de baisser depuis. Au plus haut nous avons allégé notre position sur Statoil, mais gardé l'essentiel de nos investissements sur ce secteur. Ce qui explique, en partie, nos mauvaises performances depuis quelques mois. Il est toujours très difficile de faire des coups de trading sur des convictions à long terme. En réalité les sociétés pétrolières sont valorisées en fonction des attentes du marché sur le cours du baril, ou même plus subtilement de la simple perception de la tendance. Ce qui apporte encore plus de volatilité. Après une forte baisse, le marché devient nerveux, et anticipe un baril toujours plus bas. Nos investissements sur des sociétés ayant des coûts de production relativement élevés (un prix de revient de 20 à 25\$ par baril) sont donc logiquement pénalisés. Mais nous retrouvons une très belle marge de sécurité, puisque le marché anticipe aujourd'hui un prix plus bas (environ 40 à 45\$) qu'il n'est en réalité (55-65\$).

Les valeurs pétrolières resteront toujours très volatiles, car elles anticipent et parfois accentuent les variations du cours du pétrole. Or, à court terme, le cours du baril peut avoir de larges fluctuations. Steve Forbes par exemple est un personnage très influent aux États-Unis. C'est le propriétaire et l'éditeur en chef du magazine Forbes. Il pense que pour le bien de l'Amérique et du monde libre, pour arrêter la guerre, sauver des vies et lutter contre le terrorisme, il faut que le cours du baril baisse. « *Imagine the setbacks the bad guys (Iran, Venezuela and others countries) would suffer if oil went back to a price range of \$30 to \$35 a barrel.* » Mais puisqu'il pense que la Réserve Fédérale ne mettra pas en place la recette géniale pour faire baisser le baril⁶: « *Instead, we will for a while longer subsidize terrorists with billions of dollars, thereby prolonging the war and unnecessarily giving up innocent lives.* » Steve Forbes a entièrement raison : le pétrole à 30\$ ferait très mal aux membres de l'OPEP. C'est précisément pour cette raison que ces braves gens n'ont pas la moindre envie de nous le vendre aussi bon marché. Et lorsque l'on contrôle 30% de la production dans un marché tendu, on peut tenir les prix, non ? De plus, insulter les membres de l'OPEP en les traitant de terroristes, je ne sais pas si c'est la meilleure stratégie pour faire baisser le prix du plein de votre scooter, cher Mr Forbes.

En tout cas, on peut lire de tout sur le pétrole, c'est assez amusant. Pour 2007 et 2008, les prévisions de prix vont de 20 à 100\$. Intéressant. Nous pensons toujours que l'approvisionnement en énergie constitue un des plus grands défis pour notre planète sur les 20 prochaines années. C'est pourquoi nous gardons sereinement nos investissements sur des entreprises qui ont de larges réserves et

⁵ Charlie Munger in *Poor Charlie's Almanack*.

⁶ Retourner à l'étalon-or. En réalité le raisonnement de Forbes est presque un Catch-22 : si on retournait à l'étalon-or, le baril baisserait en \$ qui lui-même prendrait de la valeur, puisque directement convertible en or. Les terroristes (tous les types qui ont un puit de pétrole dans leur jardin) pourraient alors se payer des cours de pilotage en payant avec des lingots suisses. Est-ce vraiment une bonne idée ?



d'excellents managements pour bien les exploiter. Nous avons des idées pour les 50 prochaines années. Le prix à payer, c'est une forte volatilité.

Pas très contents

Donc nos performances ne sont pas très bonnes. La plupart d'entre vous subissent en silence notre médiocrité, je l'espère passagère. D'autres se plaignent, et ils en ont le droit ! Porteurs de parts Sextant, unissez-vous, et protestez ! Voici le dernier mail d'un de nos investisseurs, mécontent mais je l'espère toujours fidèle :

Genre:M

Nom:X

Prénom :Y

comment: François Badelon, un ancien broker au palmarès des meilleurs gérants européens" dans le magazine Funds N°2 de septembre 2006

Comparaison de SEXTANT PEA avec les fonds communs de même enveloppe :

/1°janvier Rang: 337/381

1 mois: 395/396 le dernier

3 mois : 392/394 le dernier

6 mois: 384/388 le dernier

1 an: 326/361 pratiquement dernier.

Quant à Sextant Grand Large, C'est pire.

Cela tourne à la plaisanterie (le mot est faible)

F.Badelon est-il parti avec la caisse aux Bahamas?

Surtout ne me répondez pas en parlant du passé, ce serait du cynisme.

Je remercie sincèrement ce co-investisseur qui m'a donné l'autorisation de publier son courrier. Voici une réponse ouverte :

Soit un gérant très performant, que nous appellerons Mr Charlie M. Par définition, Mr M fait beaucoup mieux que l'indice (puisque'il est très performant). Autrement dit, sa performance s'écarte fortement de l'indice.

Soit un gérant médiocre, que nous appellerons Mr François B. Mr B, par définition, fait beaucoup moins bien que l'indice (puisque'il est médiocre). Autrement dit, sa performance s'écarte fortement de l'indice.

Ainsi, par définition, Messieurs M et B s'écartent de l'indice. Or la plupart des fonds sont « benchmarkés », c'est-à-dire que leurs gérants ont comme instructions express de ne pas s'écarter de l'indice. On pourrait donc imaginer que Mr M soit toujours premier des classements, et que Mr B soit toujours le dernier. En réalité, il n'en sera rien, et c'est assez logique. Oublions un instant Mr B, laissons-le dans les affres de la sous-performance, et concentrons nous sur Mr M (prononcez : Mister M).

Mr M est très performant. Il bat les indices. S'il battait l'indice chaque minute, il serait très vite l'homme le plus riche du monde. Il pourrait emprunter de l'argent, le ferait fructifier à la vitesse de la lumière et deviendrait le maître de l'univers. Même pas drôle comme jeu, c'est un peu comme tricher au Monopoly. Donc Mr M sous-performe parfois quelques instants. Quelques instants, mais s'agit-il

de minutes, d'heures, de jours ou même d'années ? Quel intervalle de sous-performance est-on prêt à accepter pour qualifier un gérant de très performant ? Quel intervalle, et quelle intensité ?

Démasquons Mr M. Ce n'est pas un investisseur très performant : c'est l'un des plus grands et respectés d'entre eux, l'immense et génial Charlie Munger, le partner et ami de Warren, l'homme qui donne des milliards. Entre 1962 et 1975, il a géré un « *Investment Partnership* » qui a rapporté 500% à ses clients, soit cinq fois plus que la progression du Dow Jones (100%). Mais voici plus précisément les performances de Charlie de 1972 à 1974 :

	Munger	Dow Jones
1972	+8,3%	+18,2%
1973	-31,9%	-13,1%
1974	-31,5%	-23,1%

Sur deux autres années, 1965 et 1970, le Partnership a sous-performé le Dow Jones d'environ 8%. Munger a donc sous-performé le Dow Jones 5 années sur 14, et avec une forte intensité (en moyenne de 11%). Pour répondre à notre co-investisseur mécontent, je lui dirai que Charlie Munger, fin 74, devait probablement être dernier dans les classements sur un mois, trois mois, six mois, un an, deux ans, trois ans. Ce qui ne l'a pas empêché de devenir l'un des hommes les plus riches du monde.

Par charité, nous ne dévoilerons pas le nom de Mr B.

**Après « Qui Perd Gagne »,
une autre vérité fondamentale de la gestion de portefeuille enfin révélée⁷**

Une fois de plus⁷, j'estime mériter le prix Nobel d'économie pour la fantastique découverte suivante : Plus un gérant de portefeuille est performant plus il sous-performera son indice de référence, et plus il a de chance de se retrouver dernier des classements Boursorama (La référence à Boursorama est peut-être inutile pour le jury suédois). Démonstration : imaginons que 99% des gérants trackent plus ou moins l'indice (les pros parlent de tracking error, c'est-à-dire qu'un gérant a le droit de s'écarter de l'indice d'un certain pourcentage seulement), les 1% restant se retrouveraient donc systématiquement premier ou dernier. CQFD⁸.

Mes partenaires m'ont fait remarquer que d'autres avaient déjà largement évoqué ce sujet et que je ne n'avais rien découvert. Je suis assez déçu de leur attitude. Peut-être n'y a-t-il pas assez de respect de la hiérarchie chez Amiral Gestion. Je crois que personne n'a jamais rien inventé de totalement nouveau. On ne fait que pousser la pierre un peu plus loin. J'estime avoir mieux formalisé cette vérité que d'autres, et mériter une reconnaissance académique ou universitaire, ou mieux, un prix en cash. A la limite, je veux bien partager mon prix avec Chris Browne:

⁷ Voir nos lettres de juin et septembre 2002, « Qui perd gagne » et « Le train de l'internet » 2002

⁸ Lu dans Value Investor Insight, une interview de Joe Feshbach, patron de Joe Feshbach Partners



« Chris Browne de Tweedy, Browne (une des meilleures sociétés de gestion value du monde, NDT) a étudié la performance long terme de 7 des plus grands investisseurs value de l'histoire et trouvé qu'ils ont sous-performé le marché entre 28% et 40% du temps- parfois avec des baisses de leurs actifs à vous faire dresser les cheveux sur la tête – alors qu'ils battent les indices à plat de coutures sur le long terme. ».

A bientôt, et Mille Merci pour votre confiance.

Votre dévoué Gérant

François Badelon