



Pèlerinage à Omaha

Lettre de printemps 2004

Chers Amis investisseurs,

Les actifs gérés par Amiral Gestion ont fortement augmenté depuis le début de l'année. Nous gérons à ce jour 63 millions d'euros, dont 56 sur Sextant PEA et 7 sur Sextant Grand Large. Il est clair que cela rend notre tâche un peu plus difficile. Sur 2 ans, Sextant PEA a progressé de 100% environ. C'est le FCP admissible au PEA le plus performant. Le deuxième fonds de la catégorie PEA a progressé de 40% sur la même période. Quant au CAC40, il a baissé de 20% depuis mai 2002. Malheureusement, avec l'importance des fonds que nous gérons désormais, nous ne pourrons plus à l'avenir creuser un tel écart, ni avec l'indice ni avec les fonds de nos confrères.

En ce qui concerne 2004, la course est plutôt bien lancée. En hausse de plus de 15 %, les fonds Sextant se situent en tête de classement de leur catégorie respective (Actions Françaises et Mixte International Flexible). Le CAC 40, qui progresse depuis le début de l'année de 1%, est loin derrière. Nous sommes au coude à coude avec les gérants les plus talentueux de Paris. Finalement, ce n'est pas si mal, n'est-ce pas ?

Pour l'avenir, nous souhaitons simplement éviter de perdre de l'argent, battre les indices sur longue période, et faire partie des meilleurs FCP disponibles en France. Mais notre seul et unique objectif reste la performance absolue en prenant un minimum de risque.

Si nous n'y arrivons pas, nous n'aurons aucune excuse. Nous serons les seuls responsables de notre échec. En effet nous travaillons dans un environnement idéal :

- Notre équipe est proche du nombre idéal de personnes pour prendre de bonnes décisions. Nous sommes trois gérants, 100% dédiés à l'investissement. Nous avons un stagiaire et une précieuse assistante qui nous décharge de toute tâche administrative. Nous ne faisons pas de commercial, nous ne démarchons aucun client. D'ailleurs, nous n'avons pas de client. Vous êtes comme nous des investisseurs dans les FCP Sextant. Et c'est beaucoup plus important, car nous avons les mêmes intérêts.
- Nous jouissons d'une grande liberté de manœuvre par rapport à nos confrères. Nous n'avons pas de hiérarchie qui pourrait nous demander des comptes sur des sujets qu'elle ne maîtrise pas. Nous ne pouvons pas être licenciés si nous faisons moins bien que le CAC sur un ou deux ans (ce qui nous obligerait à « faire » le CAC). Enfin et surtout, nous ne sommes pas contraints par des objectifs de marketing : ne pas s'éloigner de plus de 2 ou 3% de la performance de l'indice, ou bien investir uniquement dans des entreprises de croissance, ou encore une spécialisation sectorielle.

En résumé, il n'y a pas de contrainte qui nous empêcherait de prendre des décisions de bon sens pour respecter un impératif qui n'aurait rien à voir avec la performance.

Des nouvelles de votre équipe de gestion

Un peu de changement parmi vos gérants. Un départ, Véronique Ragagnon, et une arrivée. Julien Lepage nous a rejoint début Mars. Il participe en réalité depuis longtemps à la bonne marche des FCP



Sextant puisqu'il nous conseillait à distance, en tant que porteur de parts bienveillant et broker. De nombreux investissements ont été initiés sur ses conseils : Gifi, Vet'Affaires, Renault, l'Oréal, Artprice.... Très fort en sports cérébraux, Julien devrait nous permettre de défier l'équipe de Berkshire Hattaway en Bridge. Après le golf, voilà encore un domaine où nous avons nos chances contre Warren Buffett. Pour l'investissement, nous préférons toujours nous positionner en humbles disciples.

Le retour de la Bulle Internet ?

Les FCP Sextant sont très investis en valeurs dites « Internet ». Cela pourrait vous inquiéter pour plusieurs raisons :

1. Les cours des valeurs Internet ont fortement monté depuis quelques mois (jusqu'à 1700% en 18 mois pour LDLC.com, ça fait peur n'est-ce pas ?)
2. Les médias parlent d'une nouvelle bulle prête à éclater
3. Vous vous souvenez de l'effondrement des cours de ces valeurs en 2000-2001

Mais rassurez-vous, nous sommes toujours très satisfaits de nos investissements, et toujours prêts à renforcer nos positions sur nos valeurs favorites. Voilà pourquoi :

En 1999-2000, nous avons bien compris qu'Internet était une révolution technologique fantastique, mais nous ne connaissions pas assez bien ce secteur pour y investir. Il y avait deux questions sur lesquelles nous n'avions pas de réponses :

1. Quels modèles économiques allaient se révéler rentable ? La publicité ? Mais franchement qui regardait à l'époque les pubs sur Internet (et d'abord qui avait Internet ?) ? Les Fournisseurs d'Accès (FAI) ? Il s'en créait un par jour qui donnait pratiquement de l'argent aux prospects. La logique de l'époque, c'était : plus un futur abonné vaut cher plus je dois dépenser pour l'acquérir. Ainsi plus ce métier devenait à la mode, plus les abonnés valaient cher et plus les FAI perdaient de l'argent. Autrement dit plus les cours de bourse des FAI montaient, plus elles avaient de chance de faire faillite. A ne plus rien y comprendre. La conclusion c'est qu'on ne pouvait pas connaître les futurs modèles économiques rentables sauf à être soit même un visionnaire de l'Internet.
2. Parmi les modèles économiques rentables (que nous ne connaissions pas encore !), quelles seraient les entreprises qui survivraient parmi les dizaines qui se créaient chaque jour ? Warren Buffett faisait à l'époque la comparaison avec le secteur de l'automobile au début du XXème siècle. L'automobile allait révolutionner le siècle dernier, mais celui qui investissait dans un constructeur en 1900 avait toutes les chances de perdre beaucoup d'argent. Parce qu'il y avait des centaines de constructeurs en 1900, et que la plupart allait faire faillite quelques années plus tard.

Cela n'a pris que quelques mois pour Internet. Le ménage a été vite fait. De notre côté nous avons bien travaillé et compris que les leaders de l'Internet auraient effectivement des perspectives de croissance fabuleuses sur le long terme. Et c'est lorsque plus personne n'y croyait que nous avons acheté. Aujourd'hui les cours ont fortement monté. Ou plus exactement « remonté ». Mais une forte hausse à partir d'un cours totalement ridicule n'est pas significative. Ainsi Aufeminin.com a fait fois 15 sur ses plus bas. Et alors ? Si le cours avait encore plus baissé fin 2001, la remontée aurait été encore plus brutale. Faut-il vendre si l'on a gagné 100% ou 2000% ? Question sans objet. On ne vend que lorsque l'entreprise est franchement surévaluée. Et encore. Une excellente entreprise vous amènera toujours



plus loin que ce que vous aviez prévu. Parce que derrière son cours de bourse il y a des hommes et des femmes qui travaillent et qui n'ont pas fini de vous surprendre.

Nous pensons que le marché ne sait toujours pas bien valoriser le secteur de l'Internet. Il s'y essaye depuis quelques années avec les déboires que l'on connaît (trop cher, puis cadeau, et enfin on commence à réfléchir). Chez Amiral Gestion d'ailleurs, personne ne sait valoriser une entreprise Internet ! Et nous n'avons même jamais essayé ! En réalité nous raisonnons à l'envers sur ce secteur : que doit-il se passer pour que la valeur d'une entreprise Internet soit significativement supérieure à son cours de bourse ? En 2000, il fallait une réouverture de la Mer Rouge. Mais des archéologues israéliens ont prouvé que cela n'était jamais arrivé. En 2002, au contraire, pour que les cours soient trop haut, il aurait fallu traverser la Manche à pied avec Anne-Sophie Pastel¹ et que la mer se referme sur vous (remarquez, là, des ingénieurs français ont démontré que c'était possible). Aujourd'hui la situation est un peu plus subtile. Il faut envisager des scénarios pessimistes pour que les cours soient vraiment trop cher, et très raisonnablement optimistes pour que l'inverse soit vrai. Mais si l'Internet est une vraie révolution, alors attention au décollage vertical.

Récemment, et c'est la première fois depuis 2 ans, nos valeurs favorites ont largement baissé, bien plus que l'indice ou même que les autres valeurs de nos portefeuilles. Nous en sommes ravis, car nous en profitons pour racheter à bon prix. Et toutes nos recherches récentes n'ont fait que renforcer nos convictions.

Quelques Idées d'Investissement

On nous reproche parfois de ne pas dire ce que nous faisons. C'est parce que nos portefeuilles sont très concentrés et que nous renforçons souvent nos lignes. Si les cours sont intéressants bien entendu. Pour que les cours restent intéressants il ne faut pas qu'ils montent. Donc il ne faut pas que quelqu'un d'autre en achète. C'est simple n'est-ce pas ? Mais parfois l'AMF (ex COB, la police qui nous interdit de partir en Amérique du Sud avec votre argent) nous oblige à nous dévoiler, lorsque nous dépassons certains seuils de contrôle (5%). Alors si nous en parlons à la police, nous pouvons bien vous en parler aussi.

ALTAMIR (cours 85 euros, objectif 200 euros dans 3 à 5 ans) : Mieux que du Sextant PEA ?

Altamir est une société de capital risque qui investit majoritairement dans des sociétés non cotées. La société a été créée et est gérée par APAX Partners.

Altamir possède quelques particularités assez intéressantes :

- Comme les FCP Sextant, Altamir ne paye pas d'impôt sur les plus values réalisées, ni d'IS. En réalité Altamir est un fonds fermé, alors que nos FCP sont des fonds ouverts. Traduction : lorsque vous achetez une part de Sextant, cette part est créée, on vous la donne contre du cash (c'est un peu comme une augmentation de capital) ; alors que pour Altamir vous achetez une action qui doit être cédée par un vendeur. C'est un fonds fermé car on ne peut pas créer de nouvelles parts.

¹ Anne Sophie Pastel est la présidente de la Société Auféminin.com



- Vous ne payerez pas non plus d'impôt sur les plus values sur cette valeur si vous déclarez votre achat au fisc et si vous vous engagez à garder vos titres pendant 5 ans minimum (formulaire disponible auprès de la société, www.altamir.com). Idem pour les dividendes réinvestis. C'est donc les mêmes avantages que pour un PEA, sauf que vous n'êtes pas obligés de mettre les titres sur votre PEA.
- Il investit principalement dans des entreprises non cotées (au moins 50%). C'est donc une très bonne diversification pour un investisseur Sextant. De plus Altamir détient plusieurs très belles sociétés internet en portefeuille, valorisées très faiblement.
- Les gérants d'Altamir sont les gérants d'APAX partners. Polytechniciens ou diplômés d'Harvard et HEC, leur QI moyen est très supérieur à celui de vos humbles gérants. Ils sont aussi beaucoup plus expérimentés (30 ans d'expérience contre une moyenne de 18.5 chez nous).
- Vous pouvez acheter de l'Altamir de moins cher à beaucoup, beaucoup moins cher que Sextant PEA. Pourquoi ? D'abord il n'y a pas de droits d'entrée, seulement la commission de votre broker. Mais surtout parce que le cours de bourse d'Altamir est inférieur de 15 à 20% à son actif net déclaré par la société (le cours =85, l'ANR déclaré est de 109). Sextant PEA est bien entendu valorisé chaque semaine à son ANR calculé à partir des cours de bourse, il n'y a aucune décote.
- **En réalité, l'ANR d'Altamir est très largement supérieur à 109. Nous l'estimons entre 150 et 180 !** En effet, L'ANR déclaré tient compte, pour les titres cotés d'une décote de 20% à 30%. Par exemple, Altamir détient comme les FCP Sextant des titres Hubwoo. Mais ces titres sont valorisés à 4 euros chez nous, et seulement à 2.8 euros chez Altamir ! Pour le non cotés, les titres sont valorisés soit à leur prix d'acquisition avec parfois des provisionnements, soit avec des décotes de 40% par rapport à des comparables cotés. Ce qui nous a intéressé chez Altamir, c'est que si les business plans ne sont pas respectés, des provisions de 25 à 100% sont passées (ce qui veut dire que ce qu'ils ont payé 100, ils le valorisent à 75 dans le cas d'une provision de 25%). Or aucune société Internet n'a respecté son business plan ! Toutes quasiment ont essuyé de grosses pertes à leur démarrage. De grosses provisions ont donc été passées. Mais contrairement aux valeurs cotées, il n'y a pas eu encore de « remontée des cours ». Acheter de l'Altamir, c'est un peu comme si vous achetiez aujourd'hui des valeurs cotées au prix de Mars 2003 ! Par exemple, la participation d'Altamir dans Rueducommerce.com (concurrent d'une société cotée LDLC que nous connaissons bien) est d'après nos estimations valorisée autour de 1,2 M euros (prix d'acquisition) dans les comptes d'Altamir, nous estimons qu'elle vaut au moins 4 Millions d'euros !

TOUJOURS ADLP (cours 10 euros, objectif 20 à 30 euros)

Décidément personne ne s'intéresse à cette très belle société. Il y a deux jours je me suis abonné à Zurban avec 50% de réduction pendant 6 mois (50cts le numéro !!). Cela m'a pris 30 secondes, en appelant le 08.92.68.10.98**. En prime la charmante opératrice m'a offert un radio réveil baladeur tout neuf !

ADLP a annoncé comme toujours d'excellents chiffres d'affaires pour le premier trimestre 2004, en hausse de plus de 18%. Une trésorerie nette positive, une forte croissance, peu ou pas de concurrence, un développement international qui plombe tout à fait normalement les comptes, aucun suivi de la part des brokers... Nous, on adore tout ça !

Les chiffres : ADLP capitalise, à 10 euros, 24 Millions d'euros. Nous estimons la valeur de leurs abonnements entre 50 et 60 millions d'euros. Il y a à fin 2003 une trésorerie nette positive de 2.5 Millions d'euros, c'est-à-dire que la société a créé 50 à 60 Millions de valeurs (les abonnements) sans



s'endetter ! En 2004, ADLP France devrait avoir un résultat net aux alentours de 3.4 millions d'euros. Soit un PER de 7. Mais la société se développe à l'étranger, et cela coûte de l'argent. Les résultats déclarés seront plus faibles, mais largement positif. Si l'un des nouveaux pays marche aussi bien que la France, c'est le jackpot. Si tous les pays sont en échec, c'est aussi le jackpot (ils arrêtent les développements, se concentrent sur la France et payent de gros dividendes). Le vrai scénario négatif serait que les nouveaux pays marchent plutôt mal et que le management d'ADLP mette un peu trop de temps à s'en apercevoir. Un scénario pénible mais où l'on voit mal encore comment on pourrait perdre de l'argent à long terme.

La leçon du Samouraï :

« Nombreuses sont les personnes qui donnent des conseils mais rares sont celles qui les reçoivent avec reconnaissance, et encore plus rares celles qui les suivent.

Après l'âge de 30 ans, l'homme devient en général imperméable aux conseils. Quand les conseils ne l'atteignent plus, il devient vite prétentieux et égoïste. Il ajoute, pour le reste de ses jours, l'impudence à la sottise, ce qui causera irrémédiablement sa perte. C'est pourquoi, il est indispensable de découvrir quelqu'un capable de discernement, de se lier à lui afin de recevoir son enseignement. »

Hagakure, Le Livre Secret des Samouraïs

Chez Amiral Gestion, nous avons tous plus de 30 ans, l'impudence et la sottise nous guettent. Mais, vous le savez, nous avons découvert notre maître, nous cherchons à nous lier à lui (we love you Warren), et à recevoir son enseignement. Chaque année d'ailleurs, il nous envoie son message de sagesse, le rapport annuel de Berkshire Hathaway, que nous lisons et relisons religieusement. Cette année, au lieu d'attendre de le recevoir par la poste, nous avons envoyé un des nôtres le chercher là-bas, loin de chez nous, au pays de la surperformance absolue.

Pèlerinage à OMAHA

Simple à comprendre, difficile à appliquer, la philosophie de Warren Buffett est notre bible de l'investissement. Si nous recherchons son enseignement, nous ne sommes que des disciples, et comme de vrais disciples, nous doutons parfois de la parole de notre maître, voir nous la trahissons. Je vous ai déjà raconté certains écarts de conduite. Il y en a eu d'autres. Malgré nos promesses. Tous n'ont pas été coûteux, parfois nous avons eu de la chance. Mais ce n'est pas une raison. Pour ses fautes, François Badelon a été condamné à passer un week-end à Omaha, Nebraska. Il a dû se prosterner devant Kiewit Plaza², faire trois fois le tour à genoux de la maison du prophète, acheter une commode Louis XV chez Nebraska Furniture Mart, avouer sa nationalité française en plein middle-west, et chanter en chœur avec 20.000 actionnaires l'air bien connu à Omaha de « Berkshire, Berkshire Hattaway », écrit par Susie Buffett (Madame, plus riche que vous et les Beatles réunis).

Les enseignements du voyage ? Discipline, discipline, toujours de la discipline. Suivre la philosophie de Buffett est parfois un peu frustrant et fatigant. On voudrait bien se lâcher, suivre les conseils du

² Mr Warren Buffett travaille à cette adresse, Kiewit Plaza



premier gourou venu, tenter sa chance en suivant un trend boursier à la mode (tout le monde gagne, pourquoi pas moi ?). Mais non, il faut être patient et travailler. Investir et non spéculer.

« What you learn from history is that people don't learn from history » (WB en direct à Omaha). Pourquoi ? Probablement parce que les gens recherchent des situations similaires alors qu'il faut rechercher des modèles similaires (modèle dans le sens de modèle mathématique et non dans le sens de modèle à imiter). Ainsi un des modèles les plus fameux de l'histoire et le plus important à reconnaître est celui du chef (un peu trop) charismatique :

« Il faut (...) nous méfier de ceux qui cherchent à nous convaincre par d'autres voies que par la raison, autrement dit des chefs charismatiques : nous devons bien peser notre décision avant de déléguer à quelqu'un d'autre le pouvoir de juger et de vouloir à notre place. Puisqu'il est difficile de distinguer les vrais prophètes des faux, méfions-nous de tous les prophètes ; il vaut mieux renoncer aux vérités révélées, même si elles nous transportent par leur simplicité et par leur éclat ; même si nous les trouvons commodes parce qu'on les a gratis . Il vaut mieux se contenter d'autres vérités plus modestes et moins enthousiasmantes, de celles que l'on conquiert laborieusement, progressivement et sans brûler les étapes, par l'étude, la discussion et le raisonnement, et qui peuvent être vérifiées et démontrées. »

Et voilà, c'est dit encore une fois. Travailler et patienter, ne pas spéculer sur la première idée venue. Mais là ce n'est pas Buffet qui parle. C'est un conseil de Primo Levi aux lycéens Italiens, dans « Si c'est un homme ». A lire aussi pour mieux connaître, voir reconnaître, ce danger : « Hitler » de Ian Kershaw, « Une Faillite Française », de Martine Orange, et un livre de management, « De la Performance à l'Excellence », de Jim Collins.

À bientôt !

François