

# L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

© L'Investisseur Français, 2014. Réserve à un usage strictement privé. Toute diffusion ou reproduction est interdite. <http://linvestisseurfrancais.com>

## L'Argent Facile

Septembre 2014

**Serge, « L'Argent Facile », comme titre c'est un poil provocateur non ?**

Ce sont tes idées farfelues ça (*rires*), pas les miennes. Encore un coup de Thomz.

**Les lecteurs jugeront.**

C'est sûr, mais je ne me ferai pas l'avocat de tes pirouettes marketing (*rires*) : je me cantonnerai aux faits, rien qu'aux faits.

**Parfait. Comme on te sent de bonne humeur, j'en profite pour annoncer le programme : L'Aperté de ce mois-ci sera consacré au gaz naturel.**

Ce qui tombe à pic, puisque c'est l'une de mes thèses d'investissement préférées !

**Cela, les membres du club le savent déjà.**

Avec ta permission, on va quand même en rajouter une couche. Les camarades ont lu nos analyses et ils suivent le portefeuille, mais mon impression est que nombre d'entre eux n'ont pas pris la juste mesure de l'opportunité. C'est toujours ça avec le value investing : ceux qui comprennent le concept d'acheter un dollar pour cinquante cents y adhèrent immédiatement, mais trop souvent ils s'arrêtent à la surface des dossiers. Ils voient la même chose que tout le monde - généralement une réalité difficile - et, déçus, ils n'entreprennent pas l'effort d'analyse nécessaire. Un peu de pédagogie supplémentaire sera la bienvenue, j'en suis certain.

**Pour citer Bruce Greenwald, au premier abord un bon dossier value donne normalement envie de vomir...**

Et comme disait Templeton, le seul moyen d'obtenir un prix extraordinaire est d'investir dans ce que personne ne veut. Mais si personne n'en veut, c'est généralement qu'il y a une raison.

**Le gaz naturel, personne n'en veut ? Ça donne tellement envie de vomir ?**

A en juger par les décotes, assurément. En même temps, on peut comprendre le marché : une industrie qui engloutit de formidables capitaux à perte depuis des années, à priori c'est le genre de choses que personne ne veut toucher...

**Dans un premier temps, je suggère que tu nous présentes le contexte, le pourquoi du comment de cette catastrophe économique...**

Sans problèmes.

**Ensuite, et parce que deux des producteurs de la dite industrie trônent en bonne place dans le portefeuille de L'Investisseur Français, on passera au crible tes deux thèses d'investissements.**

Les deux prochaines heures s'annoncent bien !

**Avant d'embrayer sur le sujet du jour, et comme aujourd'hui on s'est proposé de parler d'argent facile, faisons un petit aparté dans l'Aperté : tu as récemment présenté dans le club une idée sympathique...**

Laisse-moi deviner : il y a des hélicoptères dans l'histoire ?

**Quelle perspicacité.**

Il s'agit d'Era Group. C'est un spin-off de Seacor, la holding de Charles Fabrikant dont nous avons parlé dans

l'Aperté précédent [NDLR : *Méthodes de Cow-Boy*].

**Au sujet de Seacor, tu nous expliquais que c'est une activité difficile [NDLR : le transport maritime], mais qu'un allocateur de capital exceptionnel pouvait y faire la différence.**

C'est d'ailleurs la seule chose qui puisse y faire la différence, puisqu'il n'y existe aucune barrière à l'entrée et que l'activité est hyper-cyclique.

**A part avoir du capital ?**

Certes, mais du capital beaucoup de gens en ont. Avec quelques millions, n'importe qui peut décider demain matin d'acheter des bateaux. Avoir du capital, c'est une chose. Obtenir une bonne rentabilité sur ce dernier, c'est une autre paire de manches. Fabrikant compose le sien et celui de ses actionnaires à 15% par an depuis qu'il exerce. C'est extraordinaire, inédit dans cette industrie.

**Era Group, c'était autrefois la flotte d'hélicoptères de Seacor.**

Précisément.

**Tu nous expliquais que Fabrikant avait procédé au spin-off car il était fatigué de la décote permanente que le marché assignait à sa holding...**

C'est comme pour Malone avec TripAdvisor chez Liberty Interactive : le marché ne comprenait pas la holding car certaines activités sont occultées dans les comptes consolidés. C'est une situation assez classique, et Fabrikant voulait faire éclater la valeur au grand jour. Une bonne idée à priori, puisque le prix de l'action Era Group a doublé en huit mois (*rires*).

### **Parle-nous un peu de l'entreprise.**

C'est du transport hélicoptère. Le gros de l'activité, c'est du transport entre les côtes et les plates-formes pétrolières. Disons qu'ils assurent les liaisons entre toutes les infrastructures de Seacor - les bases, les plates-formes, les bateaux - et les clients du groupe. Du coup, il y a beaucoup de facturation interne et c'est difficile pour l'analyste d'évaluer le business. Fabrikant l'explique en détail dans ses lettres et ses rapports, mais manifestement pas grand monde ne les lit (*rires*).

**Je crois d'ailleurs savoir que tu considères les lettres de Fabrikant comme d'absolus incontournables pour quiconque s'intéresse à l'investissement ?**

Pour quiconque s'intéresse au business en général. Avec les lettres de Malone et de Buffett, c'est un condensé de tout ce qu'il y a à savoir en matière stratégique et opérationnelle. Pour moi c'est inconcevable d'être un entrepreneur et de ne pas les avoir lues.

**Buffett a coutume de dire qu'il faut raisonner comme un homme d'affaires quand on investit, et comme un investisseur quand on est un homme d'affaires...**

C'est l'évidence même. Dans les deux cas, on manipule du capital à la recherche d'un rendement. Graham le disait bien avant lui d'ailleurs [NDLR : « *Investing is most intelligent when it is most businesslike.* »]

### **Revenons à Era Group.**

En plus de la difficulté à analyser le business indépendamment des autres activités de la holding, on retrouve une cocasserie comptable. L'actif de la société, c'est sa flotte d'hélicoptères : or un hélicoptère est forcément sous-valorisé sur un bilan.

**Parce qu'il est inscrit au coût d'acquisition ? Comme l'immobilier de Sears ?**

Non, plutôt parce que Fabrikant est comme Malone (*rires*) : il déprécie comme une brute afin d'accumuler un énorme passif d'impôts différés. Lui non plus ne veut pas payer de taxes.

**Tu veux dire que la dépréciation reportée surestime très largement la réalité ?**

Voilà. C'est d'ailleurs une pratique assez courante. Même Microsoft le fait ! Eux ont près de \$200 milliards de passif d'impôt différé qu'ils ne paieront jamais. Là, on est sur une toute autre échelle...

**Dans le cas de Era, comment s'y prennent-ils ?**

Ils achètent un hélicoptère puis ils le déprécient le plus vite possible.

**Comment peux-tu être aussi sûr que les hélicoptères sont sous-valorisés au bilan ?**

Car ils enregistrent un gain au compte de résultat chaque fois qu'ils font une cession de PPE [NDLR : Property, Plant & Equipment].

**Intuitivement, on aurait plutôt pensé qu'un hélicoptère d'occasion perdait très vite de sa valeur...**

Intuitivement, on pense aussi que Sears Holdings est un détaillant au bord de la banqueroute (*rires*). En fait, un hélicoptère décote assez lentement à l'argus. Figure-toi que c'est très long de recevoir un hélicoptère neuf : les constructeurs prennent des commandes en grande quantité, ils fabriquent par cycle. C'est difficile, voire impossible d'obtenir un appareil neuf disponible de suite, à fortiori pour les modèles de pointe [NDLR : conçus pour opérer en conditions extrêmes] qu'utilise Era ou des prestataires équivalents. Les délais d'attente sont très longs, de plusieurs mois à plusieurs années.

### **Intéressant.**

Pour te dire, certains modèles d'occasions coûtent parfois plus cher que leur équivalent neuf ! En tout cas, une chose est certaine : la valeur d'un appareil d'Era sur le marché privé est supérieure à sa valeur dépréciée portée au bilan. Et comme la durée de vie d'un hélicoptère est très longue - souvent plusieurs décennies - un management talentueux est en mesure d'optimiser sa flotte et le coût de cette dernière.

### **C'est-à-dire ?**

Comme je te le disais, chez Era ils achètent un hélicoptère et ils le déprécient le plus rapidement possible. Ils y gagnent donc une économie d'impôt sur les premières années. Plus ils achètent d'hélicoptères, plus ces économies s'accumulent au fil du temps. Comme la demande est croissante, Era commande de nouveaux hélicoptères, jusqu'à trois ans en avance. Du coup, ils renouvellent en permanence la flotte : d'un côté ils font des économies d'impôts, de l'autre ils encaissent un gain à la revente. C'est très subtil mais, en gros, tant qu'ils achètent des hélicos ils ne paient pas d'impôts !

**C'est très gentil tout ça, mais quelque chose m'inquiète : la location d'hélicoptères n'est-elle pas une activité ultra-cyclique ?**

Era Group travaille surtout dans le Oil&Gas, et le gros de l'activité est lié à Seacor.

### **Quid de la cyclicité ?**

Ils ont déjà eu à y faire face, cela dit je pense que c'est en train de changer. Era se diversifie maintenant qu'ils sont indépendants de Seacor. On peut utiliser des hélicoptères pour un large éventail de missions : surveillance, sauvetage, lutte contre le feu, transport civil, etc. La flotte d'Era a une particularité : la plupart des appareils sont conçus pour opérer dans des conditions extrêmes, type environnement arctique. C'est un avantage compétitif, mais rien ne les empêche de davantage diversifier la flotte si la demande l'impose.

**Tu observes une réelle volonté à pallier la cyclicité en diversifiant les activités ?**

Absolument, d'ailleurs on voit que le chiffre d'affaires est de moins en moins corrélé aux plates-formes.

**A part le fait que ce soit une entreprise de la galaxie Fabrikant, qu'est-ce qui te plaît autant chez Era Group ?**

Il y a une décote sur la NAV [NDLR : Net Asset Value]. C'est du décoté rentable, typiquement ce dans quoi j'aime investir.

### **Comment calcules-tu la NAV ?**

La NAV de Era, c'est sa flotte d'hélicoptères. Il faut donc regarder l'argus des hélicoptères.

### **Ah oui ? Rien que ça ?**

C'est très simple à faire. Il y a une ressource qui fait autorité dans l'industrie, c'est le Blue Book. Tu as le prix d'occasion pour chaque modèle, selon ses options, son année de conception, etc.

**C'est ce que Fabrikant fait pour calculer la NAV d'Era ?**

C'est ce que tout le monde fait pour calculer la NAV de sa flotte. Quant à Fabrikant, il est très transparent : il te redonne la NAV actualisée à chaque présentation trimestrielle. D'ailleurs il te donne deux NAV : la première avec toute la flotte moins toutes les dettes [NDLR : « *all liabilities* »], ce qui est très conservateur ; la seconde sans tenir compte des impôts différés au passif suite à la subtilité fiscale que nous venons d'évoquer.

### **A combien est la NAV aujourd'hui ?**

Par action ? A \$34 en déduisant le passif d'impôts différés, à \$44 sans prendre en compte ces derniers.

**Et l'action cote à \$26 ! C'est de l'argent facile ?**

L'argent facile n'existe pas.

Je me contenterais de dire que le risque est très faible. C'est du Graham, on se borne à acheter une entreprise pour moins cher que sa valeur liquidative. La cerise sur le gâteau, c'est Fabrikant pour allouer le capital. Tu as aussi l'option de croissance : ce n'est rien de spectaculaire, mais ça existe quand même.

*C'est très tentant.*

Comme eux aussi savent que l'action est sous-évaluée, ils ont annoncé un plan de rachat d'actions. Bel opportunisme.

*Pour résumer, c'est très sûr comme investissement.*

C'est ça qui me plaît.

*C'est un peu comme Sears Holdings, à vendre pour une fraction du prix de son foncier... Sauf qu'ici, c'est de la flotte d'hélicoptères dont il s'agit. Et dans les deux cas, on a un super allocateur de capital à la tête de l'affaire.*

Absolument. La différence, c'est qu'Era Group est profitable et très facile à comprendre.

*Je veux m'enrichir sans réfléchir : Sears ou Era ?*

Si j'étais un lecteur qui souhaite privilégier les dossiers les plus simples, je dirais Era. Mais me connaissant moi, je dis Sears (*rires*). D'ailleurs mon portefeuille [NDLR : personnel] et celui de l'Investisseur Français disent Sears. Ils crient Sears ! La marge de sécurité y est bien plus large, mais ce n'est pas aussi intuitif : il y a un substantiel effort d'analyse à fournir.

*Un point intéressant dans la comptabilité de Era : le capex de maintenance est inscrit dans le compte de résultat plutôt que dans les flux de trésorerie.*

Absolument. C'est pareil chez Seacor d'ailleurs. C'est une politique de Fabrikant : il passe les frais de réparation et de maintenance dans les opex [NDLR : les dépenses opérationnelles] plutôt que le capex.

*Quel est l'intérêt ?*

Payer moins de taxes pardi ! Il peut ainsi diminuer le profit pré-taxes.

*Et le régulateur laisse faire ?*

Pourquoi ne le ferait-il pas ? Lorsque Seacor fait appel à un prestataire extérieur pour venir réparer ses bateaux ou ses hélicoptères, c'est une vraie dépense opérationnelle. C'est tout à fait en règle avec les normes comptables. Typiquement, une compagnie qui souhaite booster son EPS [NDLR :

Earnings Per Share] pour impressionner le marché va capitaliser ses dépenses au bilan, ou bien les passer en capex. Mais ce n'est pas le genre de la maison Seacor. Eux préfèrent déprécier et passer un maximum de dépenses en opex. Du coup, l'EPS ne rend pas nécessairement justice à la capacité bénéficiaire réelle, mais ils paient moins de taxes et, de toute façon, la création de valeur se retrouve dans la NAV.

*Intéressant... On observe une différence entre la plupart des dirigeants et les outsiders type Fabrikant, Malone ou Lampert : les premiers font tout pour booster les EPS, quand les seconds, au contraire, font tout pour les minimiser...*

Absolument. Les bons allocateurs de capital sont focalisés sur la création de valeur à long-terme. A cette fin, ils s'efforcent de compresser la taxation au maximum.

*Mais comment se fait la création de valeur sans revenu net ?*

Elle se fait au niveau de la NAV. C'est pour Era exactement comme pour Sears ou Liberty. La valeur de Era Group, ce n'est pas l'actif net comptable mais la valeur liquidative de sa flotte. D'ailleurs la book de Era ne risque pas de composer puisqu'ils déprécient dès qu'ils en ont l'occasion. Tu vois, le marché va s'arrêter à une lecture superficielle du dossier : il voit une book qui ne compose pas, un revenu net minuscule, et ça lui suffit à se faire une opinion. Il faut gratter un peu sous la surface pour comprendre la valeur et la capacité bénéficiaire du business. Si tu fais ça, tu as déjà éliminé 99% de la concurrence.

*A nos amis investisseurs qui se réfèrent aux seuls ratios pour sélectionner leurs actions, tu rappelles que la book value n'est pas la sacro-sainte référence pour évaluer le patrimoine réel d'une entreprise ?*

La book value, ou capitaux propres, ce n'est jamais que le capital qui a été investi au départ dans la société, suivi de son évolution. Les augmentations de capital et les profits gardés en réserve y sont inscrits, ce qui explique que la book évolue dans le temps. A un instant *t*, la book value représente le capital injecté dans l'affaire et non sorti du bilan. C'est tout. Ça ne te dit rien sur la valeur des actifs, juste combien les actionnaires ont mis de capital au travail, et l'évolution comptable de ce dernier au cours du temps.

*Paradoxalement, quelqu'un comme Malone s'échine à toujours plus minimiser ses capitaux propres...*

Ce n'est pas du tout paradoxal. Si tu compresses ton revenu net pour

échapper à la taxation, et qu'en plus tu rachètes tes actions, forcément on observe un rétrécissement des capitaux propres. La book value par action diminue, mais la net asset value par action augmente. Malone utilise de la dette : il crée de la valeur à partir de l'argent des autres, pas avec ses actifs. C'est encore un excellent moyen de diminuer la taxation [NDLR : comme les dépréciations, les intérêts sont déductibles du profit taxable.]

*Avec les financières en revanche, la book value est une retranscription assez fidèle du patrimoine de l'entreprise.*

Ca dépend de la financière et des actifs. On voit parfois des book values très élevées qui ne correspondent à rien, par exemple quand il y a beaucoup de goodwill [NDLR : écarts d'acquisitions]. Tout le monde n'est pas Goldman Sachs, où la book value a du sens puisqu'ils réévaluent constamment leurs actifs au prix du marché. Mais en règle générale, comme il y a beaucoup d'instruments très complexes et impossibles à analyser de l'extérieur, si tu achètes une financière, tu dois exiger une très grosse décote sur la book.

*Parle-nous un peu de Charles Fabrikant. Outre la performance, qu'apprécies-tu chez lui ?*

J'admire beaucoup sa transparence : tout est bien clair et bien expliqué ; il prend l'investisseur par la main et lui détaille parfaitement toutes les opérations. Pour chaque filiale, il te donne les retours sur capitaux, ce qu'il compte faire, ce qu'il ne va pas faire, ce qu'il va céder, ce qu'il va acquérir. On comprend comment il alloue le capital, comment il juge les risques et les opportunités. Et quand il y a un problème, il le dit. Il ne cache rien, c'est très agréable. Ses lettres sont toujours franches et écrites à bâtons rompus.

*Un peu comme les Apartés de l'Investisseur Français ?*

Les entrepreneurs du type de Charles Fabrikant sont les modèles de l'Investisseur Français.

*Un management qui ne cache pas les problèmes, pour toi c'est un gage de qualité ?*

Oui, c'est un signe qui ne trompe pas, et j'y fais toujours très attention. D'habitude, quand tu lis un rapport annuel, tout semble aller parfaitement bien dans le meilleur des mondes. On félicite les équipes, on se réjouit des perspectives, on s'auto-congratule. Tu vois parfois des situations ubuesques, comme une boîte qui perd plusieurs milliards sur l'exercice et un CEO qui malgré tout semble réjouit. Les lettres

de Hewlett-Packard sont un exemple assez illustratif (*rires*). Avec des gens comme Fabrikant, Malone, Buffett ou Lampert c'est différent. Je me souviens de la lettre aux actionnaires de Seacor en 2011 : elle commençait par « *la seule bonne chose que je puisse dire de cette année, c'est que je suis heureux qu'elle soit terminée.* » Quand un management te parle ainsi, tu sais qu'il ne te prend pas pour une buse. Si je confie mon capital à quelqu'un, et en tant qu'investisseur c'est précisément ce que je fais, j'exige qu'on ne me prenne pas pour une buse.

**Quel était le problème de Seacor en 2011 ?**

Le ban du forage dans le Golfe du Mexique à la suite de la catastrophe BP. Comme la région représentait une grosse partie de l'activité de Seacor, la pilule a été difficile à avaler. Ça a d'ailleurs duré jusqu'en 2012, et ce n'est pas complètement terminé : les résultats de Seacor sont encore impactés.

**On peut donc s'attendre à une amélioration du résultat à venir ? C'est un catalyst à la hausse ?**

Absolument. En profit pré-taxes ils génèrent un cinquième de ce qu'ils faisaient avant. De toute façon, Fabrikant rappelle toujours que s'il bouge avec son capital, c'est pour quelque chose de pérenne sur le long-terme, certainement pas pour booster le revenu net sur le court-terme. Par exemple en ce moment, il explique comme acheter des bateaux lui permettrait de faire mieux que le taux sans risque - et ce n'est pas compliqué puisque ce dernier est au plancher. Mais il ne le fait pas, parce qu'il s'attend à une remontée des taux. Il est très calculateur : il vise sur le long-terme, quitte à produire une performance décevante sur le court-terme.

**Comme Lampert chez Sears ?**

Comme tout investisseur ou entrepreneur qui bâtit pour le long-terme, pas pour impressionner la galerie au trimestre prochain.

**Cette transparence dont tu parles, on la retrouve chez quelqu'un comme Buffett ?**

Fabrikant va beaucoup plus loin dans le détail des opérations que Buffett.

**C'est vrai que Buffett est très bon pour la pédagogie, mais qu'il cultive un certain secret sur la complexité des opérations de Berkshire.**

Je le comprends. S'il divulguait le détail de ses opérations d'assurance, beaucoup de monde se mettrait à le copier. Inutile d'éveiller l'intérêt de la

concurrence (*rires*). Par exemple, dans la réassurance tu n'as aucun autre avantage compétitif que la matière grise. Buffett se tirerait une belle dans le pied en dévoilant les secrets de Ajit Jain [NDLR : le directeur des opérations de réassurance chez Berkshire Hathaway].

**Puisque tu nous parles de la réassurance, j'en profite pour rebondir : récemment un des membres du club s'intéressait à Munich Re, mais il ne comprenait pas très bien la nature du business. Qu'as-tu à dire sur le sujet ?**

Tout dépend de la qualité du management.

**Comme l'assurance tout court.**

Encore plus, car l'assurance assure un risque qu'elle peut réassurer, alors que le réassureur ne peut rien réassurer du tout !

**Les retours sur capitaux sont typiquement moins bons dans la réassurance que dans l'assurance...**

Peut-être, je ne sais pas. Je ne suis pas expert de l'industrie, à vrai dire je l'ai toujours évitée. Il y a quand même des maisons de qualité, comme Greenlight Capital Re par exemple.

**Dirigée par David Einhorn...**

Oui, lui a de très bons retours sur capitaux. C'est un investisseur talentueux. Il y a aussi Third Point avec Dan Loeb.

**Ils ont tous les deux copié Buffett, en mettant sur pied une compagnie d'assurance pour générer du flottant à réinvestir.**

Absolument.

**Sauf que eux font de la réassurance plutôt que de l'assurance...**

Buffett aussi. Les opérations supervisées par Ajit Jain sont beaucoup plus larges que celles de Geico.

**Les exemples Loeb ou Einhorn prouvent comme le management compte davantage que la nature de l'industrie...**

Tu vois, je ne raconte pas que des bêtises (*rires*). C'est pareil avec Fabrikant et le transport maritime.

**Peux-tu nous expliquer en une phrase en quoi consiste la réassurance ?**

A assurer les assureurs.

**Bon, en deux phrases ?**

Quand une compagnie d'assurance écrit un contrat pour son client, elle

prend un risque. Le réassureur peut avoir une lecture plus subtile de ce risque, et proposer à l'assureur une prestation.

**L'assurance est une activité très cyclique. J'imagine que, du coup, la réassurance l'est encore davantage ?**

En effet, c'est une difficulté supplémentaire. Mais vraiment, ce business n'est pas ma tasse de thé.

**A un dixième de la book, tu accepterais quand même d'y étudier un dossier ?**

A un dixième de la book j'étudie tout, surtout s'il s'agit de gens comme David Einhorn ou Dan Loeb !

**Revenons à Warren Buffett et son apparent goût pour la simplicité. Cette semaine, toi et moi parlions de Blue Chip Stamps [NDLR : l'une des premières acquisitions de Berkshire]. On disait que l'entreprise avait connu de graves difficultés et qu'il avait fallu la restructurer.**

En effet, et c'était tout sauf simple. C'est également ce qui s'est produit avec le Berkshire original [NDLR : l'entreprise textile]. Comme je l'expliquais dans le premier Aparté, il y a une immense similitude entre le Berkshire de l'époque et le Sears d'aujourd'hui : Lampert est en train de faire la même chose que Buffett en son temps.

**Les lecteurs qui l'auraient manqué peuvent se reporter au premier Aparté de l'Investisseur Français, le bien-nommé « Sur le Grill ».**

C'était très sportif dans le genre (*rires*) !

**Revenons-en à Buffett et Blue Chip Stamps.**

Blue Chips imprimait et distribuait des timbres que les gens collaient dans un livret. Ces derniers leur permettaient d'obtenir des réductions sur leurs achats. C'était un excellent business, jusqu'au jour où le fonctionnement a été remis en question et qu'il a été décidé de promouvoir d'autres supports. Finalement, le concept s'est carrément démodé.

**Du coup l'activité s'est effondrée ?**

C'est ça. Buffett et Munger ont dû restructurer l'entreprise, et ils firent exactement comme Buffett avait fait pour Berkshire, ou comme Lampert fait pour Sears : ils ont pressé le citron au maximum, ils en ont tiré tout le cash possible sans rien y réinvestir et, avec ce cash, ils ont pris des participations et procédé à des acquisitions. De l'arbitrage opérationnel, rien de sorcier, mais ils ont fait ça très intelligemment.

*Blue Chips devient alors une holding.*

En effet. Comme Sears ou Berkshire.

*C'était d'ailleurs devenu une holding si complexe que le régulateur les a contraints à mettre de l'ordre dans la boutique.*

C'est alors qu'ils ont fusionné Blue Chips avec Berkshire. Quand Buffett te raconte l'histoire dans ses lettres, tu as l'impression que c'était une promenade de santé. Mais fais-moi confiance, c'était tout sauf ça.

*On a discuté de choses et d'autres. Je suggère que nous attaquions le gros morceau : tes deux investissements dans le gaz naturel, ou le pourquoi du comment de « L'Argent Facile ».*

Je suis bien échauffé (*rires*). C'est parti.

*Ils sont tous deux très différents l'un de l'autre.*

Le premier est un pure play sur le redressement du prix du nat gas, le second est un scénario deep value assez classique, sauf qu'ici on a management d'exception en prime.

[...]

---

**RETROUVEZ  
L'APARTE  
COMPLET  
DANS LE  
CLUB DE  
L'INVESTISSEUR  
FRANÇAIS**

(/investisseurfrancais.com)

---

