

Serge Belinski

INVESTIR EN BOURSE ET GAGNER

LES FONDAMENTAUX

MAXIMA

Conception graphique de la couverture : Studio Dunod

Mise en pages : Nord Compo

<p>Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.</p> <p>Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements</p>		<p>d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.</p> <p>Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).</p>
--	--	--

© Maxima, 2022

Maxima est une marque de Dunod Éditeur

11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff

ISBN 978-2-8188-1129-0

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Sommaire

Introduction	1
Partie 1	
Les leçons de l'expérience	
1 ■ Comment gagner... et comment perdre	5
1. Comment gagner de l'argent ?	5
2. Comment perdre de l'argent ?	12
3. Des business extraordinaires à des prix ordinaires	17
2 ■ En route vers l'Action parfaite	21
1. L'après Sears Holdings	21
2. Le Covid-19	22
3. Le réveil	23
3 ■ Quelques conseils pour investir sereinement en Bourse	27
1. Uniquement de l'argent dont on n'a pas besoin	27
2. Attention à la dette	28
3. Quelques stratégies rationnelles	29
4. La sélection concentrée de l'Investisseur Français (IF)	31
5. La sélection diversifiée de l'Investisseur Français (IF)	33

Partie 2

Les bases de l'analyse financière

4 ■ La dette	37
1. La dette d'une entreprise	37
2. La dette nette d'une entreprise	38
3. Les échéances des dettes	39
4. Les dettes couvertes par le patrimoine	42
5. Le remboursement des dettes	44
6. Les intérêts d'une dette	47
7. Comparaison de l'endettement par secteur	51
8. Les caractéristiques des dettes d'entreprises	53
5 ■ Les rapports financiers	57
1. Où trouver les rapports financiers d'une entreprise ?	57
2. Le bilan	63
3. Le compte de résultat	67
4. Le tableau des flux de trésorerie	69
5. Les notes des rapports financiers	77
6. Le nombre d'actions d'une société	80
6 ■ Les bases du bilan	89
1. La liquidité et les ratios de base	89
2. Les immobilisations, la dépréciation et les amortissements	95
3. La valeur comptable	100
4. Les stocks	108
5. Les créances	116
6. Les dettes fournisseurs	121
7. Le besoin en fonds de roulement	124
7 ■ Les résultats, le <i>cash-flow</i>, la rentabilité et les dividendes	131
1. Le calcul du <i>free cash-flow</i>	131
2. La différence entre le <i>free cash-flow</i> et le résultat net	136
3. L'EBIT, l'EBITDA, l'EBITDA-Capex	141
4. Acheter une action pour son dividende ?	145
5. Le dividende : les notions de base	147
6. Le calcul du taux de distribution du dividende	150

7. Verser un dividende : une bonne idée ?	153
8. Les calculs de rentabilité	154
9. Le coût de la dette et le coût du capital	160
10. La moyenne sur un cycle	166
11. La marge brute et la marge opérationnelle	167
12. Le management peut se tromper !	170
8 ■ La valorisation	173
1. La capitalisation boursière et la valeur d'entreprise	173
2. La capacité bénéficiaire et les multiples de valorisation	176
3. La valeur liquidative et l'actif net réévalué	185
4. La « somme des parties »	194
5. L'investissement dans une obligation	200
Conclusion	211
Bonus : <i>vente-unique.com</i>	213

Remerciements

Je vous remercie pour le temps que vous avez consacré à ce livre et j'aimerais également manifester ma gratitude à chaque personne que j'ai rencontrée dans ma vie : j'ai appris quelque chose de chacune de ces rencontres.

Sans elles, je n'aurais rien à raconter : c'est donc à toutes ces personnes que revient le mérite de ce livre.

Introduction

Lorsque j'ai décidé d'investir en Bourse par moi-même, j'ai d'abord pensé à me former – ce qui est sans doute un bon réflexe dans toute nouvelle entreprise. À l'époque, je n'étais pas trop « branché Internet » et suis donc allé à la Fnac. Le premier livre sur lequel je suis tombé était *Et si vous en saviez assez pour gagner en Bourse ?* de Peter Lynch. Je l'ai acheté sans réfléchir tant son titre avait éveillé mon intérêt.

Dans ce livre absolument incroyable, le gérant star a écrit un petit chapitre qui m'a marqué : « L'Action parfaite ». Mais qu'est-ce qu'une Action parfaite ? Pour l'auteur, elle doit avoir les caractéristiques suivantes.

1. L'entreprise a un nom ennuyeux et une activité tout aussi ennuyeuse.
2. L'entreprise est un *spin-off* (nous en reparlerons).
3. Les investisseurs institutionnels ne possèdent pas d'actions de cette entreprise et les analystes ne la suivent pas.
4. Des rumeurs et opinions infondées circulent sur elle.
5. Il y a quelque chose de déprimant dans le métier de l'entreprise et dans l'entreprise elle-même.
6. Le marché de l'entreprise n'est pas en forte croissance.
7. Il existe une niche.
8. Des personnes continuent à acheter les produits de l'entreprise.
9. L'entreprise n'est pas technologique, mais utilise la technologie.
10. Les initiés achètent des actions.
11. L'entreprise rachète ses actions.

Depuis, j'ai toujours rêvé de trouver une telle entreprise.

J'ai lu ensuite d'autres livres, aussi bien d'analyse fondamentale que d'analyste technique. J'ai tout de suite été attiré par l'approche fondamentale, car je comprends qu'une action est simplement une part d'entreprise. Ainsi, si l'entreprise sous-jacente est bonne, l'action devrait bien faire. N'est-ce pas totalement logique ?

J'ai aussi compris qu'il fallait avoir un horizon à long terme : à court terme, les cours de Bourse peuvent vraiment faire n'importe quoi, on ne peut les prévoir. À long terme, ils rejoignent les fondamentaux de l'entreprise sous-jacente. D'ailleurs, il y avait justement eu une crise au moment où je lisais le livre de Lynch. Les cours avaient fortement plongé et c'est ce qui m'avait donné envie de me lancer.

J'avais également découvert l'existence du grand investisseur Warren Buffett et ses citations amusantes, comme : « C'est lorsque la marée se retire que l'on voit ceux qui se baignent nus », ou encore : « Soyez avides lorsque les autres sont craintifs et craintif lorsque les autres sont avides ». Suivant son sage conseil, j'ai acheté un abonnement à *Value Line* et ai commencé à étudier des entreprises américaines en commençant par la lettre A.

Je n'ai pas trouvé l'Action parfaite mais j'ai trouvé des actions qui avaient plusieurs de ces critères et ce, dès la lettre A.

J'ai alors eu la chance de gagner pas mal d'argent pensant à tort qu'il s'agissait de mon talent, mais ce n'étaient que les circonstances. J'ai mis longtemps avant de comprendre que cela n'avait rien à voir avec moi : je suis juste entré en Bourse à un bon moment et eu la chance de lire les bons conseils de Warren Buffett. Ce n'est que bien des années plus tard, lorsque plus rien n'allait fonctionner, que je compris mes limites.

Cela n'enlève rien à ce que j'ai appris en chemin et que je m'appête à partager ici. Mes acquis de bon sens et d'analyse financière, de même que mes erreurs, devraient vous être utiles.

Partie 1

Les leçons de l'expérience

1

Comment gagner... et comment perdre

1. Comment gagner de l'argent ?

La simplicité est l'ultime sophistication

Voici un exemple d'investissement simple et profitable dont vous pouvez vous inspirer sans danger – il a déjà fait ses preuves.

Il s'agit d'un *spin-off*, c'est-à-dire d'une société qui a été scindée de sa maison mère pour être cotée en Bourse séparément.

Par exemple, le groupe hôtelier Accor a très longtemps possédé une filiale de tickets restaurants (Edenred). Dans le prix d'Accor en Bourse, on incluait donc à la fois l'activité hôtelière et Edenred. Mais le management et les actionnaires d'Accor pensaient que tout cela n'était pas pleinement valorisé par le marché, et les actions de la filiale Edenred ont été redistribuées aux actionnaires en 2010. Cette distribution d'actions d'une filiale aux actionnaires fut le *spin-off* de la filiale.

Voici un autre exemple de ce type de transaction. En mars 2012, ConocoPhillips distribue à ses actionnaires les actions de sa filiale Phillips 66 via une transaction de *spin-off*. Phillips 66 est le n° 2 mondial de la raffinerie. Trois mois après sa scission, l'entreprise s'échangeait en Bourse pour un prix total de toutes ses actions inférieur à 30 milliards de dollars, soit sept fois ses profits moyens sur cinq ans et au moins cinq fois ses profits de l'exercice précédent.

Le chiffre d'affaires était en croissance et le retour sur les capitaux employés (immobilisations et besoin en fonds de roulement) de quasiment 20 % – une performance exceptionnelle dans l'industrie du raffinage. Le management pensait alors pouvoir améliorer cette performance et s'est par ailleurs engagé à retourner de façon agressive le capital aux actionnaires (par le biais de dividendes et de rachats d'actions). Il était

lui-même actionnaire du groupe et ses intérêts étaient donc bien alignés. Une société si rentable et compétitive, gérée dans l'intérêt de ses actionnaires et qui s'échange à cinq fois ses profits : on croyait rêver ! Cela revenait à acheter une obligation avec un coupon de 20 %.

Et il y avait quelques détails supplémentaires intéressants : des participations dans diverses joint-ventures portées à 10 milliards de dollars (alors qu'elles généraient collectivement un profit de presque 3 milliards de dollars) et des stocks inscrits sous leur valeur de remplacement (car comptabilisés en LIFO).

Si on assignait un multiple habituel de dix fois les profits aux joint-ventures, elles valaient à elles seules 30 milliards de dollars, soit la capitalisation boursière totale de l'entreprise. Toutes les autres activités de l'entreprise (dont le raffinage) venaient gratuitement. Sans même compter les dix milliards de stocks, que fallait-il imaginer pour perdre de l'argent sur un tel investissement ?

Si vous vous contentez de faire ce type d'investissement, il ne vous arrivera rien de mauvais. Malheureusement, je n'ai pas su être aussi discipliné durant toute ma vie d'investisseur.

Investir au son du canon

En octobre 2011, l'action Bank of America s'échangeait au quart de sa valeur comptable et au tiers de sa valeur comptable tangible (la mesure la plus fiable de sa valeur liquidative). Je pensais également à ce moment-là qu'elle s'échangeait à un multiple de deux fois ses profits normalisés.

■ Plus de 40 % de rendement ?

La rentabilité des fonds propres (ROE) d'une banque américaine comparable à Bank Of America oscille traditionnellement entre 10 et 20 %. On pouvait donc se dire qu'en achetant les fonds propres de Bank Of America au quart de leur valeur comptable, on générait un « rendement locatif » d'au moins 40 % par an. À titre de comparaison, les banques régionales s'échangeaient à environ une fois et demie leur valeur comptable tangible, et à dix à douze fois leurs profits normalisés.

Pourtant, Bank of America leur était supérieure en tous points : avec près d'un Américain sur deux comme client, qui pouvait vraiment rivaliser ? Sa taille lui permettait d'avoir une collecte moins chère (beaucoup de clients y ouvrent spontanément leurs comptes) et son activité de courtage et de conseil en investissements financiers de sa filiale Merrill Lynch dominait son secteur.

■ Le son du canon

Grâce aux gigantesques crédits d'impôts hérités de ses pertes au moment de la crise des *subprimes*, Bank of America allait en plus être exemptée de taxes sur ses futurs profits. Alors, pourquoi le titre était-il bradé à ce point ? Plusieurs facteurs pouvaient l'expliquer :

- un profit qui tardait à se normaliser, la faute aux procès, amendes et restructurations ;
- des coûts d'emprunts élevés auprès des marchés de crédit ;
- des incertitudes sur les prêts immobiliers (après la crise des *subprimes*) ;
- des incertitudes sur le bon déroulement du programme de réduction des coûts ;
- des incertitudes sur le contexte réglementaire (Bâle III) ;
- un contexte économique chahuté (crise de l'euro notamment) ;
- un historique de gestion déplorable sous la précédente direction, avec notamment les acquisitions de Countrywide Financial (l'un des principaux acteurs de la crise des *subprimes*) et de Merrill Lynch.

Mais ce sont souvent les incertitudes qui créent l'opportunité.

■ Le coussin de provisions

Le changement de direction ouvrait pourtant de réelles perspectives de redressement. Le nouveau PDG, Bryan Moynihan, dont le *curriculum vitae* incluait deux redressements (Fleet Boston et Merrill Lynch), avait décidé de réorienter la banque vers son cœur de métier : le crédit et le courtage. Le succès n'a pas tardé à se matérialiser *via* un résultat pré-taxes pré-provisions de 42 milliards de dollars par an.

Pourquoi le marché ne le voyait-il pas ? Parce que la banque avait passé des provisions contre les procès et poursuites à venir d'environ 46 milliards de dollars. Comme la demi-vie d'un prêt est de huit ans en moyenne, la majorité des mauvais prêts devait naturellement s'éteindre vers 2015-2016. Les procès devaient également prendre fin un jour. Une fois ces deux échéances atteintes, Bank Of America pourrait alléger ses provisions et son résultat net se rapprocherait alors de son profit pré-taxes pré-provisions.

■ La réduction des coûts et du levier

Le plan de réduction des coûts prévoyait de supprimer 40 000 postes. Les économies réalisées devaient atteindre 5 milliards de dollars par an en 2013, puis 15 milliards par an à partir de 2015. L'effet de levier avait été divisé par trois en cinq ans pour devenir le plus faible parmi les grandes banques américaines : il était inférieur à dix, soit quatre fois moins que celui de certaines banques européennes comme la Deutsche Bank ou le Crédit Agricole. Ainsi, Bank of America parvenait à faire ses profits en prenant moins de risques que ses pairs.

■ Le bilan « forteresse »

Par ailleurs, les liquidités à court terme étaient négatives en 2009 : pour 40 milliards de dollars de cash, 75 milliards de dollars d'actifs échangeables à la valeur du marché et 25 milliards de dollars de dérivés, il y avait environ 300 milliards de dollars de dettes à court terme.

La situation s'est cependant nettement arrangée en 2011 : pour 150 milliards de dollars de cash, 100 milliards de dollars d'actifs échangeables à la valeur du marché et 10 milliards de dollars de dérivés, on comptait 40 milliards de dollars de dettes à court terme.

Bank Of America était ainsi devenue l'une des banques les mieux capitalisées au monde. Elle disposait de 380 milliards de dollars en liquidités à court terme (+72 % par rapport à l'exercice précédent). Et au sujet des dettes souveraines européennes, son exposition était très limitée (3 % des actifs).

■ Le scénario du pire

Et si ni les 40 milliards de dollars de provisions, ni les futures rentrées de cash (30 à 40 milliards de dollars pré-taxes pré-provisions) ne suffisaient à solder les procès ? Et s'il fallait du capital supplémentaire pour répondre aux exigences réglementaires ? Qu'est-ce que cela donnerait ?

Le capital de Bank Of America se diviserait en 10,133 milliards d'actions.

En effet, en imaginant que la banque doive lever 50 milliards de dollars au prix de 5 dollars par action (le prix d'octobre 2011), il faudrait émettre dix milliards d'actions : alors, il y aurait 20,133 milliards d'actions en circulation et une action ne représenterait plus que la moitié de sa propriété initiale. Nous récupérerions donc la moitié de notre valeur comptable dans ce scénario.

Cela signifierait que le ratio cours bénéfice normalisé passerait de 2 à 4 (soit un rendement locatif de 25 %). Il serait donc difficile de perdre son argent même si le bénéfice par action était divisé par deux.

■ L'opportunité exceptionnelle

On pourrait aussi raisonnablement attendre de la banque qu'elle délivre une rentabilité des fonds propres d'au moins 10 % : d'ici dix ans, la valeur comptable dépasserait alors les 30 dollars.

Puisque l'action de Bank Of America s'échangeait historiquement à environ une fois et demie sa valeur comptable, on obtient $30 \times 1,5 = 45$ dollars de prix « équitable », soit huit fois le prix du moment. La marge de sécurité (sur les actifs comme sur la capacité bénéficiaire) était écrasante.

Investir dans les marchés de niche

En 2011, Salem Communications était la première radio chrétienne nord-américaine et la troisième radio sur les marchés dits Top 25, c'est-à-dire ceux où vit la moitié de la population. Par effet d'échelle, les marges des stations sont les plus généreuses. En effet, le secteur de la radio a des caractéristiques attractives : 93 % des adultes américains écoutent la radio au moins une fois par semaine.

Malgré l'hégémonie d'Internet, la part de marché de la radio dans les budgets publicitaires était restée stable (en moyenne 8 % en 1980, 7 % en 2010). D'accès gratuit, la radio cible une audience étendue (en Amérique, des dizaines de millions d'auditeurs sur les plus gros marchés) et touche toutes les générations. Pour l'annonceur, le coût de la publicité y est deux fois inférieur à celui de la télévision. Les entreprises de radio sont donc peu intensives en capital : le budget nécessaire à la maintenance des stations représente typiquement 1 % du chiffre d'affaires. Aussi, l'essentiel des ventes est converti en cash.

Du côté des faiblesses, les stations ont souvent une forte dépendance vis-à-vis de la publicité locale, où les budgets diminuent, en particulier depuis 2009. Salem n'échappait pas à la tendance : ses revenus publicitaires étaient passés de 108 millions de dollars en 2006 à 77 millions en 2011. La société avait cependant un positionnement atypique : c'était une radio chrétienne, un business de niche en croissance (+ 39 % d'auditeurs depuis 2002). Salem possédait de plus 99 stations géographiquement diversifiées et développait ses activités d'édition (papier et *online*) : ces dernières représentaient 15 % du chiffre d'affaires. Ainsi, en 2009, malgré la récession, le revenu pré-taxes pré-amortissements de Salem n'avait baissé que de 2 %, quand celui des concurrents avait fréquemment chuté d'au moins 30 %. Aussi, Salem dégageait

18,5 millions de dollars (ou 0,76 dollar par action) de cash pour ses actionnaires. La société cotait alors 50 millions de dollars, soit 2 dollars par action : il suffisait donc de trois années de *cash-flow* pour récupérer sa mise.

Une entreprise avec les caractéristiques de Salem (sans croissance mais protégée par de fortes barrières à l'entrée sur sa niche) devait s'échanger à un multiple d'au moins dix fois ses profits cash, soit ici 7,6 dollars par action. À 2 dollars l'action, la marge de sécurité était substantielle. Pourquoi une telle décote ?

Nous sortions à l'époque d'une crise financière et Salem était sans doute négligée par les institutionnels du fait de sa petite capitalisation, d'une faible liquidité (son président détenait 56 % du flottant) et d'une dette conséquente (250 millions de dollars). Et sa dette n'avait pas d'échéances avant décembre 2016. La compagnie la remboursait d'ailleurs agressivement (47,5 millions de dollars avaient été remboursés sur les deux derniers exercices). Cela devait ainsi diminuer le coût des intérêts et augmenter le *cash-flow*. Toute reprise économique qui amènerait une réévaluation des budgets publicitaires aiderait également.

À trois fois ses profits cash, un investissement dans l'action Salem Communications permettait de supposer que la récompense serait largement au-dessus des risques. L'action a atteint sa juste valeur dès 2012.

Mais soulignons tout de même que, quelques années plus tard, l'entreprise cherchera à se diversifier, s'endettera de nouveau et sa survie se retrouvera menacée : d'où la nécessité de lire périodiquement les rapports des entreprises pour éviter de se retrouver dans une telle situation !

D'ailleurs, remarquez combien cet exemple remet en question le principe de diversification, soi-disant une base de la finance : si vous avez un très bon business, pourquoi aller y mettre des business inférieurs ? La même question peut être posée pour un portefeuille boursier. Attention cependant : si vous gérez un portefeuille concentré, il faut être sûr que vous y mettez vraiment de très bonnes affaires.

Investir dans les jeux d'actifs

Pourquoi faire de savants calculs et analyses financières lorsqu'on peut simplement acheter plus de 300 millions d'immobilier pour 70 millions ? Le tout est en plus livré avec un business rentable qui génère lui-même 70 millions de profit cash.

Pourquoi entrer en compétition avec des financiers aguerris sur des dossiers qui demandent des capacités d'analyse subtiles quand vous pouvez tranquillement miser sur une action que seul un petit investisseur peut acheter (parce que les dirigeants possèdent plus de 90 % de l'entreprise et que l'entreprise continue de racheter régulièrement ses actions) ? N'était-ce pas une configuration extraordinaire ?

En plus, l'investissement était éligible au PEA.

■ « Etam Développement »

La société française, plus que centenaire, est implantée partout sur le territoire (spécialement dans les centres-villes) et possède des marques connues de tous (Etam, 1,2,3 et Undiz). Son métier est simple à comprendre : Etam achète de la lingerie en gros et la revend au détail. Elle bénéficie même d'un avantage compétitif : en tant que marque n° 1 en France, elle a les coûts de production unitaires les plus bas.

Avec une capitalisation boursière de 70 millions d'euros, on parle d'une entreprise de taille modeste avec un certain potentiel de croissance qui génère des profits cash chaque année, en particulier en Europe.

■ L'inefficience du marché

La société s'échangeait à une fraction de sa valeur comptable et de sa valeur liquidative (il y avait beaucoup d'immobilier de centre-ville au bilan) et à une fois son profit cash (ce qui revient à un rendement « locatif » de 100 % pour l'actionnaire). Elle rachetait aussi massivement ses actions, ce qui était extrêmement relatif¹ pour ses actionnaires.

Enfin, la société n'était suivie par aucun analyste et aucun investisseur institutionnel ne possédait ses actions : réduit à peau de chagrin par les rachats d'actions massifs, le flottant ne leur permettait pas de prendre position. Cela renforçait l'inefficience du marché et permettait au petit investisseur de l'exploiter pleinement.

Cela ne pouvait que fonctionner : le management a fini par retirer l'entreprise de la cote à un multiple de notre cours d'achat, bien que, à mon sens, le prix ne reflétait pas pleinement la valeur de l'immobilier.

1 « Relatif est un terme qui qualifie une opération financière qui a pour conséquence d'accroître la valeur d'une structure et notamment la part de bénéfices par action. Parmi les opérations relatives les plus fréquentes, on peut noter notamment les rachats d'actions (pour annulation) par les entreprises qui ont pour effet de diminuer le nombre d'actions et d'augmenter le montant du bénéfice par action restante. » Source : *mataf.net*

2. Comment perdre de l'argent ?

Investir dans des jeux d'actifs qui ne retournent pas de capital aux actionnaires

Fin décembre 2017, j'avais acheté des actions KDM Shipping pour environ 2,1 % du portefeuille. Au cours de 4 PLN (zloty polonais), la capitalisation boursière de l'entreprise était de 10,53 millions de dollars. Or, la position de cash net de dettes financières de l'entreprise était de 19,1 millions de dollars et sa valeur comptable de 32,5 millions de dollars. Le tableau semblait alléchant.

KDM était un transporteur maritime ukrainien qui avait par ailleurs une activité de réparation de bateaux. L'entreprise avait connu des difficultés opérationnelles depuis la crise ukrainienne en 2013, mais effectuait un travail remarquable sur les coûts et la gestion de son portefeuille d'activités pour maintenir une importante position de cash net de dettes. J'avais cependant limité mon exposition à 2,1 % du portefeuille car les risques semblaient nombreux :

- l'entreprise n'était plus profitable depuis 2013 ;
- une poursuite de la dégradation de la conjoncture en Ukraine pouvait creuser les pertes de KDM ;
- l'entreprise versait des dividendes avant la crise, mais rien ne laissait penser qu'elle en verserait à nouveau : dans ce cas, la valeur du cash de l'entreprise pourrait être difficile à matérialiser pour un actionnaire minoritaire ;
- KDM était une entreprise familiale, contrôlée à 70 % par ses fondateurs. Tout activisme était donc à exclure ;
- l'entreprise reportait en dollars, était cotée en zloty polonais (PLN) et faisait également des transactions en monnaie ukrainienne.

KDM est revenue aux profits, mais je n'ai pas perçu de dividende. J'ai vendu mes actions avec 50 % de perte. Plus tard, l'entreprise a purement et simplement arrêté de communiquer avec ses actionnaires. C'était un désastre : je n'allais pas renouveler ce genre d'aventures de sitôt.

Investir dans une entreprise en redressement

En février 2014, j'achetais des actions Sears Holdings. Je pensais alors que ce serait l'investissement de ma vie tant la décote sur ses actifs était conséquente. En plus, j'avais passé beaucoup de temps à analyser la société et le gérant star, Bruce Berkowitz, y était massivement investi.