



## 2011 : "FLY TO RISK"?

Après une année 2009 qui a ressemblé comme 2 gouttes d'eau à 2003, après une année 2010 qui a ressemblé assez fortement à 2004 (avec de la volatilité en plus), je pense que l'analogie devrait se poursuivre sur le restant de la période afin de confirmer le fameux W graphique de long terme qui mènerait le CAC à 7000 points dans quelques années. Ainsi l'année 2011 devrait ressembler grossièrement à 2005, avec une hausse du CAC de l'ordre de 20% et des indices américains qui feraient nettement moins bien. Le premier semestre de 2011 devrait être moins bon que le second car les incertitudes de 2010 sont toujours présentes. Bien sur nous conserverons en portefeuille les bonnes valeurs américaines achetées en 2010 (comme IRobot ou AGNC, valeur de rendement incroyable) mais nous ne ferons pas ou peu de nouvelles acquisitions sur Wall-Street, car les capitaux risquent de revenir vers les marchés les plus décotés comme celui de Paris.

Par ailleurs la décorrélation relative du CAC avec les taux de change, à laquelle nous assistons depuis un mois devrait se poursuivre. En effet, cette année a été marquée par une corrélation aberrante : le CAC baissait lorsque l'Euro baissait! En fait la corrélation devrait être inverse (car un euro plus faible entraîne plus d'exportations d'une part et des facturations plus élevées d'autre part). Je pense qu'en 2011, nous allons revenir à des relations plus saines entre marché des devises et marchés boursiers. Et à ce propos, je reste persuadé que les heures glorieuses d'un euro super fort sont derrière nous. Le dollar a plus d'un tour dans son sac, et on devrait lentement mais nerveusement aller vers une parité relative (genre 1 euro pour 1.10 dollar). Seule la faiblesse des taux américains va permettre à l'Euro de rester encore un bout de temps au dessus du Dollar. Le jour où l'immobilier américain reprendra (ce ne sera pas en 2011), où la FED remontera ses taux, l'Euro pourrait tomber sous le dollar, et revenir vers des cours de 0.9\$. Pas avant 2012 ou 2013 à mon avis, mais ceux qui ont acheté de bonnes valeurs américaines en 2010 seront alors les rois du marché!

Enfin, nous assistons actuellement à un début de rebond des taux obligataires longs. C'est un évènement majeur. Qui dit hausse des taux dit baisse des cours. Je vous dis depuis des mois que les obligations françaises et allemandes sont surcotées, et que leurs taux sont trop bas. Il y a eu une vraie bulle spéculative sur ces obligations. Tant mieux pour la France qui a pu se financer à des conditions très avantageuses (mais je doute que cela suffise à résorber le déficit). Mais cette bulle pourrait se dégonfler à présent et il y aura donc un afflux énorme de capitaux qui feraient leur retour sur le marché des actions. On a parlé de "fly to quality" tout au long de 2010. On va parler de "fly to risk" en 2011! Autrement dit, en 2010 les capitaux allaient vers les actifs soi-disant de qualité et de sécurité alors qu'en 2011 ils pourraient bien aller vers les actifs soit disant risqués que sont les actions!

En attendant je vous souhaite de très bonne fêtes de fin d'année.

## ■ DEVISES:

La volatilité se calme sur le marché des devises, et les perspectives de dégradation des USA sont contrebalancées par celles de la France et de l'Espagne. Ce qui est sain c'est de voir que les marchés actions sortent de la corrélation malade qu'ils ont eu en 2010 avec le marché des changes !

## ■ TUYAU SPÉCULATIF:

Pas de tuyau pour cette fin d'année : on ne spéculé pas avant les fêtes si on veut les passer tranquillement ! Nos dernières positions spéculatives au SRD ont été débouclées avec succès.

## ■ TENDANCES HEURISTIQUES DU MARCHÉ:

**Incertitude** : Stable sur un plan macro-économique mais le marché s'en accommode car l'incertitude sur les sociétés est faible !

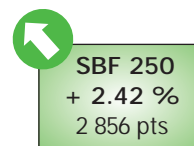
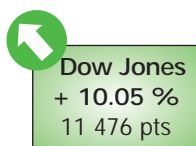
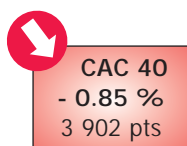
**Corrélations / Analogies**: L'analogie avec 2004 s'est confirmée jusqu'au bout, avec une volatilité plus forte en 2010 évidemment. La moins bonne performance globale du CAC (il avait fini à +7% en 2004) compense une meilleure performance en 2009 qu'en 2003 (+22% contre +16%). Les compteurs semblent donc être remis à 0 pour que 2011 ressemble peu ou prou à 2005 (le marché avait gagné 23%). Mais là aussi la volatilité devrait être plus élevée.

**Rapports de force** : Ils sont nettement favorables aux haussiers en cette fin d'année.

**Risque de krach à 1 mois** : Très Faible.

**Protection du portefeuille** : 0%.

## ■ VARIATIONS DEPUIS LE 1<sup>ER</sup> JANVIER 2010. COURS AU 14 DÉCEMBRE 2010



## ■ MULTIFOCUS

### ■ RALLYE

FR0000060618 - RAL. Rallye en plein dans le rally de fin d'année et dans le rally tout court en 2010 : le titre vient de passer la barre des 30€ et gagne désormais 23% depuis le 1er janvier sans compter le rendement! Pas de nouvelle spécifique pourtant mais le marché semble enfin comprendre que le seul point faible du groupe c'est son endettement, mais aucune des dettes existantes à ce jour ne dépasse 2016 (ni obligataire ni bancaire). Il y a donc fort à parier que le très fort redressement du résultat net à venir engendre une hausse importante du dividende à partir de 2016. La quête de ce genre de titres pourrait se poursuivre en 2011 et nous allons précieusement conserver en 2011 ce titre qui est désormais l'un des plus anciens du portefeuille (depuis juin 2009; nous gagnons 63% sur cette ligne sans compter le rendement).

### ■ PAGES JAUNES

FR0010096354 - PAJ. Le titre Pages Jaunes est très mal orienté actuellement. Plus encore que l'an dernier à la même époque, qui est une période traditionnelle où il touche le fond car son dividende est encore lointain. Pourtant, dans les cours actuels de 6.8€, en supposant un coupon de 0.6€ (donc en baisse par rapport aux 0.65€ de l'an dernier) nous aurions un rendement brut de 8.8% soit un rendement net de 7.8%! Le titre devient très intéressant d'autant plus que les dirigeants, très prudents, se mettent à prévoir une hausse de l'activité en 2011. Les nouveaux lecteurs peuvent acheter dans les cours actuels. Pour le portefeuille Francebourse nous n'hésiterons pas à prendre dès le début 2011 une position SRD "rampante", autrement dit de quelques mois, comme nous l'avons fait avec un énorme succès en 2009, si le titre était aussi malmené à ce moment là.

### ■ COMPAGNIE DES ALPES

FR0000053324 - CDA. Ca y est, le titre Compagnie des Alpes est revenu à ses niveaux d'avant augmentation de capital. Comme quoi : nous avons bien fait de souscrire! Le groupe vient d'annoncer un résultat net de 42 M€ pour l'exercice à cheval 2009/2010, soit une hausse de 4,7% à périmètre réel. Par ailleurs, le groupe fait part d'un très bon début de saison hivernale avec un enneigement exceptionnel pour un mois de décembre!

### ■ PEUGEOT

FR0000121501 - UG. Nous gagnons en 2010 plus de 30% sur le titre Peugeot, entré il y a tout juste un an en portefeuille pour remplacer Renault. Le potentiel demeure mais il n'est plus ce qu'il était il y a un an. Nous aurions préféré vendre un peu plus haut mais les hésitations actuelles du marché traduisent aussi des arbitrages qui se font en faveur de sa filiale Faurecia qui devrait être une star de 2011! Par conséquent nous allons cette fois concrétiser nos gains sur Peugeot et vendre tranquillement nos titres détenus en portefeuille. Nous vendons.

### ■ VINCI

FR0000125486 - DG. Vinci est une des rares sociétés qui distribue son acompte sur coupon annuel en décembre! Vous venez donc de percevoir 0.52€ par action. Soit 260€ entrés sur le portefeuille Francebourse. De plus le titre vient de repasser au dessus de 40€ alors que le groupe français se félicite de la reprise de la construction (controversée) d'un tronçon d'autoroute à travers une forêt près de Moscou. Sans faire une performance remarquable en 2010 le titre aura tout de même surperformé le CAC dont il fait partie. Nous viserons au moins 15% de hausse sur 2011.

### ■ ST MICRO ELECTRONICS

NL0000226223 - STM. Le titre s'est littéralement envolé depuis ses plus bas de début octobre, gagnant près de 50% depuis ce moment là! La question qui va rapidement se poser à nous va consister à savoir si nous allons devoir vendre et donc concrétiser un aller/retour de 6 mois très fructueux ou bien si nous allons garder et nous engager dans une position de long terme... Cela dépendra des opportunités entrantes pour 2011.

**Toute l'équipe de Francebourse  
vous souhaite de passer  
d'excellentes Fêtes!**



**Joyeux Noël  
&  
Bonne Année 2011**

# LE PORTEFEUILLE FRANCEBOURSE DU 15 DÉCEMBRE 2010

Quantité	Titre	Prix de revient fiscal	Prix de revient théorique	Date d'achat	Cours actuel	Obj. MT	Obj. LT	Score fiscal	Score théorique	Proportion
<b>CONFIANCE &amp; RENDEMENT : RISQUE FAIBLE, RENDEMENT ASSURÉ, POTENTIEL LIMITÉ</b>										30.9%
750	RALLYE	18.80	18.80	Jun-09	30.59	28	35	62.7%	62.7%	5.1%
1500	FRANCE TELECOM	17.10	17.10	Juil-09	16.05	20	25	-6.1%	-6.1%	5.3%
314	TOUR EIFFEL	51.00	51.00	Mar-10	57.20	65	80	12.2%	12.2%	4.0%
600	TELEFONICA	17.76	17.76	Mar-10	17.37	25	25	-2.2%	-2.2%	2.3%
700	AFFINE	18.71	18.71	Apr-10	17.19	20	25	-8.1%	-8.1%	2.7%
678	FONCIERE DES MURS	16.90	16.90	Jul-10	18.74	22	26	10.9%	10.9%	2.8%
1000	PAGESJAUNES	7.48	7.48	Aug-10	6.91	9	9	-7.6%	-7.6%	1.5%
200	AURES	25.50	25.50	Sep-10	27.88	30	35	9.3%	9.3%	1.2%
200	EUROSIC	27.77	27.77	Oct-10	27.72	30	35	-0.2%	-0.2%	1.2%
500	AGNC	19.70	19.70	Oct-10	22.11	22	25	12.2%	12.2%	2.4%
400	UNION FIN. FRANCE	27.90	27.90	Nov-10	27.80	32	40	-0.4%	-0.4%	2.4%
<b>CROISSANCE : RISQUE MOYEN, POTENTIEL ÉLEVÉ</b>										27.0 %
1200	CARRERE GROUP	13.00	13.00	Nov-07	6.15	20	20	-52.7%	-52.7%	1.6%
661	ALPES COMPAGNIE	22.20	22.20	Jan-09	23.84	28	35	7.4%	7.4%	3.5%
500	VINCI	35.40	35.40	Mai-09	40.37	45	52	14.0%	14.0%	4.4%
800	BASTIDE	9.70	9.70	Oct-09	9.05	13	15	-6.7%	-6.7%	1.6%
1500	PUBLICIS BSA	6.28	6.28	Dec-09	9.30	12	18	48.1%	48.1%	3.1%
700	DREAMNEX	35.00	35.00	Jan-10	26.44	45	50	-24.5%	-24.5%	4.1%
1000	STMICROELECTRICS	6.54	6.54	Jun-10	7.66	9	12	17.1%	17.1%	1.7%
600	MR BRICOLAGE	15.35	15.35	Mar-10	14.51	18	25	-5.5%	-5.5%	1.9%
250	I ROBOT	17.00	17.00	May-10	17.30	20	25	1.8%	1.8%	1.0%
900	BENI STABILI	0.00	0.00	Jun-10	0.69	1	1	XXX%	XXX%	0.1%
1000	ADL PARTNER	8.05	8.05	Oct-10	8.17	10	12	1.5%	1.5%	1.8%
300	CAP GEMINI	34.58	34.58	Oct-10	34.20	30	35	-1.1%	-1.1%	2.3%
<b>HYPERCROISSANCE ET RECOVERIES : RISQUE ÉLEVÉ SUR LE COURT TERME, POTENTIEL TRÈS ÉLEVÉ À LONG TERME</b>										40.50 %
5000	CHARGEURS	5.43	5.43	Oct-09	4.66	38	45	-14.2%	-14.2%	5.1%
1200	UBS	10.79	10.79	Dec-09	12.57	15	25	16.5%	16.5%	3.3%
750	PEUGEOT	23.75	23.75	Dec-09	31.10	30	40	30.9%	30.9%	5.1%
14000	VIDEOFUTUR	0.22	0.22	Jan-10	0.27	0.4	0.7	22.7%	22.7%	0.8%
2000	DEER CONSUMER PRO	6.72	6.72	Feb-10	8.30	12.5	12.5	23.5%	23.5%	3.7%
10000	OENEO	1.33	1.33	feb-10	2.19	2	2	64.7%	64.7%	4.8%
5600	PONCIN YACHTS	2.35	2.35	Apr-10	1.85	3.3	4	-21.3%	-21.3%	2.3%
200	VOLKSWAGEN	74.60	74.60	Apr-10	116.35	120	200	56.0%	56.0%	5.1%
3000	TECHNICOLOR	4.41	4.41	Jun-10	4.30	6	10	-2.5%	-2.5%	2.8%
500	FAURECIA	13.90	13.90	Jul-10	21.15	18	25	52.2%	52.2%	2.3%
3000	MODELABS GROUP	2.63	2.63	Jul-10	3.41	3	4	29.7%	29.7%	2.3%
2000	SAFETIC	6.33	6.33	Oct-10	6.20	7.5	10	-2.1%	-2.1%	2.7%
<b>SPECULATION : RISQUE TRÈS IMPORTANT, POTENTIEL EXPLOSIF EN CAS DE RÉUSSITE</b>										1.6 %
250	CARMAT	28.00	28.00	Nov-10	27.70	40	100	3.1%	3.1%	1.6%

**ACHATS RÉALISÉS :** Néant.

**VENTES RÉALISÉES :** Néant.

**POSITIONS SRD :** Nous avons débouclé tous les SRD en réalisant un gain de 926€ sur décembre, réparti ainsi :

TECHNICOLOR - 1500 titres reportés à 4.02 et vendus à 4.44 - GAIN de 630€.

CAP GEMINI - 300 titres reportés à 33.96 et vendus à 34.28 - GAIN de 96€.

FTE - 500 titres achetés à 15.6 le 30 nov et vendus à 16 le 13 dec - GAIN de 200€ .

**DIVIDENDES:** Nous avons encaissé 0.52€ par titre Vinci soit 260€.

CAPITAL TITRE :	454048.76€
FRAIS DE BOURSE :	315€
LIQUIDITÉS :	2 990€
CAPITAL TOTAL:	456 723.76€

**DEPUIS LA CRÉATION**

**+315.20 %**

**456 723.76 €**

**AVIS :** Avec un score qui approche maintenant les 16% tandis que le CAC est à -1%, nous finissons une seconde année de performance. L'objectif de 20% reste crédible sur les 15 jours qui viennent. Et nous préparons déjà bien entendu 2011!

## VALEUR DE LA QUINZAINE: CARMAT

Voici une valeur comme il y en a peu aujourd'hui sur la bourse de Paris. Il s'agit de Carmat que nous avons fait entrer en portefeuille fin novembre. Son potentiel est tout simplement énorme mais sur une très longue durée. En gros c'est du X10 en 10 ans possible. Carmat est une biotech, c'est d'ailleurs la seule de notre portefeuille et même la première que compte le portefeuille Francebourse après 9 ans d'existence. Il faut dire que Carmat est bien différente des autres et cela à maints égards. D'abord il ne s'agit pas d'une biotech pharmaceutique (qui développe un nouveau médicament révolutionnaire comme Nicox) ni d'une biotech génétique (qui travaille sur les gènes comme Exhonit Therapeutics) mais d'une biotech industrielle. Carmat développe le coeur artificiel orthotopique totalement implantable, ainsi que son système d'alimentation en énergie électrique et son système de télédiagnostic. Ce coeur artificiel est destiné aux patients en état d'insuffisance cardiaque avancée non éligibles à une transplantation et ayant épuisé toutes les possibilités médicamenteuses. Cela concerne à travers le monde 100.000 patients par an. Carmat n'est pas une société issue d'une association entre des entrepreneurs débutants mais d'une association

entre Matra et le Professeur Alain Carpentier, qui est sans conteste le plus grand génie vivant de la cardiologie. Dans les années 80 déjà il faisait des protheses en greffant des valves de cochons à des patients atteints de problèmes cardiaques valvulaires. Le nom de l'entreprise, bien trouvé, semble d'ailleurs être une contraction de Carpentier Matra. Le PDG de l'entreprise est JC Cadual qui était auparavant directeur des opérations internationales d'EADS. Contrairement aux autres biotechs, Carmat bénéficie d'un soutien exceptionnel des pouvoirs publics. Ainsi la société a reçu 33 millions d'euros de la part d'Oseo, la plus grosse subvention jamais accordée en France. Si la France s'investit autant dans ce projet c'est en raison de son énorme enjeu de santé public. Il s'agirait de palier à une offre dramatiquement inférieure à la demande. Le cout d'une implantation de coeur artificiel serait par ailleurs à peine égal à celui d'une transplantation (252K€ contre 268K€). D'autres sociétés étrangères

travaillent sur le concept mais Carmat possède la solution la plus avancée et elle est plus subventionnée que les autres. Ce qui lui confère des chances supplémentaires.

Sur le plan financier, avant la création de Carmat en 2008, pas moins de 15M€ avaient déjà été investis dans le projet par EADS et par la fondation Carpentier. Evidemment la société

ne fait aucun chiffre d'affaires aujourd'hui et elle est déficitaire. Elle a levé 15.5M€ à l'occasion de son introduction en bourse.

Fin 2011, Carmat espère avoir l'accord de transplanter son premier coeur sur l'homme. Il sera alors considéré que le transplant sera un succès si la survie du patient dépasse 180 jours. Cela nous amène début 2012. A ce moment là, il y aura d'autres essais cliniques pour un début de commercialisation en 2013. D'ici là le titre pourrait fortement grimper sur des effets d'annonce. Mais c'est sur le très long terme que les perspectives de gains deviennent énormes... En effet, le marché potentiel total du coeur artificiel est évalué à 16 milliards d'euros. Carmat en cible environ 10% d'ici à 2024, soit un chiffre d'affaire de près de 1,6 milliard d'euros. La marge brute sur ce type de produit est au minimum de 20%. La marge nette sera assez proche de la marge brute car toutes les dépenses

de recherche et développement sont comptabilisées en charges plutôt qu'immobilisées. Il n'y aura donc pas de très importantes dotations aux amortissements lorsque la phase de commercialisation arrivera. En supposant une marge nette de 15% en 2024 cela ferait donc 240M€. Sur une telle société un PER de 20 serait un minimum. Soit une valorisation de 4.8 milliards soit 48 fois le cours actuel! Soit plus de 1200€ l'action. En supposant 3 augmentations de capital d'ici là, l'actionnaire aura été dilué par 2 par exemple. Soit un cours de 600€, équivalent à plus de 20 fois le cours actuel! 2000% en 14 ans, cela donne une moyenne de 23% de hausse annuelle! Les prochaines années nous diront donc déjà bel et bien si nous sommes dans la bonne voie!

Carmat apparait donc au final comme une vraie pépite mais de grande garde! Avec les risques inhérents à une biotech, mais des risques amoindris compte tenu de la qualité de son actionnariat! Idéale pour une mise en PEA...

# CARMAT

FR0010907956 - ALCAR

PEA : Oui

SRD : Non

Notation fondamentale : sans objet

Cours actuel : 28€

Objectif de TLT : 400€

Rendement : 0%

**Achat de très long terme**

## INFORMATIONS LÉGALES

ISSN n° 1962-9303 - Dépôt légal à parution . Prix de vente : au n° 37,5 € ; sur abonnement : 625 € l'an, 375 € les 6 mois. Paraît les 1<sup>er</sup> et 15 du mois, sauf le 15 août.

Édité et imprimé par Plus-Values SA, société anonyme au capital de 652 400 €, RCS : Bobigny 479 094 625. Adresse : Tour Rosny, Avenue du Général De Gaulle, 93118 Rosny sous Bois Cedex.

Tel: 01 48 94 74 61

Directeur de publication : Jean-David Haddad. Rédacteur en chef : Jean-David Haddad.