

Lettre trimestrielle

Sommaire



Interview de Julien Lepage
(gérant de Sextant PEA)



Les Bourses de la zone euro
toujours plus bas ?



Rapports trimestriels des
fonds d'Amiral



L'union fiscale depuis 1790

Vous ne l'avez probablement jamais remarqué, mais sur les billets de 10 dollars, il y a le portrait d'Alexander Hamilton. C'est l'un des Pères Fondateurs des Etats-Unis. Il est mort en 1804, sur les bords de l'Hudson river, lors d'un duel resté célèbre, contre son ennemi juré, Aaron Burr. Pour défendre son honneur, et ses idées. En 1790, les treize « colonies » américaines, qui se sont récemment unies en remportant la guerre d'indépendance, sont en pleine crise. Chacun des Etats est lourdement endetté. L'origine de la dette est commune : la guerre contre les Anglais. Hamilton eut l'idée géniale qui sauva les jeunes Etats-Unis du désastre et de la sécession : l'union fiscale. Il proposa de transférer les dettes des treize Etats au gouvernement fédéral, qui les rembourserait grâce à une taxe sur les importations et sur le Whisky. Au lieu de treize livres de compte, le service de la dette fut largement simplifié, et une politique fiscale cohérente mise en place, qui permit de faire face aux obligations de remboursement. Comme rien n'est simple, la situation de chacun des États était fort différente, certains ayant déjà bien amorcé le remboursement de leurs dettes. Avec une fracture géographique : au nord des Etats plus dispendieux, au sud des Etats plus riches. L'union fiscale proposée par Hamilton provoqua la fureur des planteurs fortunés de Virginie, qui n'acceptaient pas l'idée de prendre à leur charge un fardeau financier dont ils ne se sentaient nullement responsables. En fin négociateur, Hamilton proposa, en compensation de leur effort, de transférer le siège du gouvernement sur les bords du Potomac¹.

L'union fiscale a permis aux Etats-Unis de prospérer, et surtout de ne pas se disloquer en pleine crise. Ce qui semblait détestable aux hommes politiques les plus éminents de cette époque leur est finalement apparu comme la seule solution pour sauver leur union et éviter la guerre.

¹ comme chacun le sait, le Potomac est le fleuve qui coule à Washington, capitale des Etats-Unis. En 1790, l'Etat de Virginie s'étendait jusque là

Suite ...

Il n'y a pas d'autre issue pour l'Europe. Il sera peut-être plus difficile de déplacer le siège du gouvernement Grec sur les bords de l'Elbe, mais les inspecteurs allemands sont déjà à Athènes. Nous suivrons l'exemple américain. Le sens de l'histoire, c'est une Europe plus soudée, avec une monnaie, une armée et des inspecteurs du fisc en commun. Churchill avait dit à De Gaulle : « le progrès est aussi inéluctable que le sucre qui fond dans la tasse de thé. Mais rien n'empêche de tourner la petite cuillère ». Il reste donc à trouver notre Alexander Hamilton.

La crise de l'euro est très importante pour notre relevé de compte avec des fonds Sextant en baisse depuis le début de l'année, mais un peu moins pour la valeur des entreprises que nous avons en portefeuille. Parce qu'on peut la replacer dans une perspective de long terme, dans le sens de l'Histoire, du développement et de la croissance. Bien sûr, il y a aussi le déclin structurel du dollar et le ralentissement de l'économie américaine, et la menace d'une crise en Chine. Les mauvaises nouvelles engendrent les mauvaises nouvelles. De notre côté, nous avons bien conscience que l'environnement est récessif, et que les économies européennes et américaines resteront sans véritable croissance pour de nombreuses années. En tout cas c'est un scénario qu'il vaut mieux sérieusement considérer avant de prendre des décisions d'investissement en ce moment. Les entreprises que nous avons en portefeuille sont solides financièrement, et très faiblement valorisées. Leurs prix anticipent largement une récession. Comme Trilogiq, Passat, Precia et Entrepose, avec des PER corrigés du cash de respectivement 3, 3.5, 4 et 6.5 ou Oeneo, une entreprise en forte croissance qui se paye une fois les capitaux employés. De leur côté, Jacquet Metals et Vet'Affaires ont des valeurs d'entreprise inférieures à leurs stocks. Il n'y a pas que des petites sociétés, il y a aussi Berkshire Hathaway, la société de Warren Buffett, qui vaut un peu plus d'une fois la valeur comptable. Nous sommes donc très confiants pour nos portefeuilles. Presque optimistes, mais c'est un gros mot aujourd'hui...

François Badelon



Julien Lepage

Gérant de Sextant PEA

Après un « été meurtrier » sur les places boursières, Julien Lepage vous présente les perspectives du fonds Sextant PEA. Bien qu'affecté par la chute des indices, Sextant PEA a mieux résisté que lors de la précédente crise de 2008. Julien Lepage admet avoir tiré les leçons des secousses précédentes et se montre confiant pour l'avenir au regard de la qualité des sociétés détenues en portefeuille.

Avant de parler de la crise boursière qui nous affecte, un mot sur votre parcours professionnel ?

Julien Lepage : Si ma passion a toujours été les actions, j'ai débuté ma carrière au début des années 90 sur le marché des dérivés de change. Il s'agissait de conseiller les clients industriels sur leur politique de change. Ensuite, j'ai rejoint Gilbert Dupont puis très vite Exane où, pendant six années, j'ai travaillé au sein de l'équipe de vente des actions européennes. En 2004, j'ai rejoint Amiral Gestion.

La valorisation de la part a plus que triplé depuis sa création en 2003. Quelle recette appliquez-vous pour obtenir une telle performance ?

J.L : Les investisseurs en général ont plutôt tendance, dans cette période angoissante, à considérer l'idée que les actions sont risquées avec une bourse au plus bas depuis 10 ans. Sur cette période, Sextant PEA affiche une performance annualisée de 12.5%. Premières souscriptions à 100 €. Aujourd'hui, la part en vaut plus de 300. Evidemment, il y a eu beaucoup de volatilité et nous n'avons pas retrouvé les points hauts d'avant 2008. Malgré les erreurs d'investissement, on a réussi à extérioriser une performance assez forte dans un environnement où l'on a connu trois crises : 2001/2002, 2008 et celle d'aujourd'hui. Il n'y a pas de recette malheureusement. Pour commencer on ne s'impose aucune contrainte en matière sectorielle ou en taille de capitalisation, ni sur la concentration sur les idées les plus fortes. En revanche avons construit une philosophie forte, basée sur la compréhension des métiers, un travail très poussé sur la valorisation et la marge de sécurité et une proximité avec l'environnement de l'entreprise. Le plus important, et le plus difficile, même si c'est une notion un peu galvaudée, c'est de vraiment avoir un point de vue de très long terme. Nous sommes

actionnaires, parfois significatifs, dans certaines entreprises depuis plus de 5 ans. Et c'est un choix véritable, ce n'est pas pour suivre un indice.

Avec le reflux des marchés d'environ 20%, comment agissez-vous ?

J.L : Nous sommes sur un segment - les small caps - pas toujours liquide. Le but du jeu n'est pas de souffrir de la volatilité mais d'en profiter, ce qui n'est pas facile. Quand la bourse baisse de 20%, beaucoup de valeurs chutent de 30% ou au delà. Parfois, comme en 2008, le marché n'est pas discriminant, tout avait baissé de la même manière, quelque soit la qualité du métier, du bilan, ou du management. Cette fois-ci, on a l'impression qu'une segmentation s'orchestre, probablement parce que nous savons aujourd'hui quelles entreprises ont bien passé le cap de 2009 où, il faut s'en souvenir, la baisse du PIB a été de 3 à 5% selon les pays dans le monde occidental. Notre principal travail a été de regarder, au cas par cas, nos sociétés en portefeuille pour évaluer comment elles sont impactées par la crise et de se concentrer sur celles qui possèdent une histoire





spécifique forte. Ou sur celles, plus sensibles à la conjoncture mais dont la valorisation est tellement à la casse qu'elle prend déjà en compte un environnement très dégradé.

Pour illustrer ce propos, nous avons dans la catégorie de « croissance spécifique » des sociétés comme Gameloft, 1000Mercis, Oeneo ou Stallergènes. Dans la catégorie « métier résistant ou en croissance en 2008/09 », Trilogiq, Precia, Tessi, Pharmagest, Francotyp et dans la catégorie « sensible à la conjoncture mais valorisation au plancher », nous trouvons Kesa, Jacquet Metal Service, Vet'Affaires ou Italcementi.

Quelles sont vos convictions les plus fortes ?

J.L : Par exemple Jacquet Metal Service, issu de la fusion entre Jacquet et IMS. C'est un distributeur d'aciers spéciaux qui réalise 1,4 milliard d'euros de chiffre d'affaires. Le titre a divisé par 2 cet été alors que la société est actuellement restructurée par Eric Jacquet. C'est une société que l'on a visitée à plusieurs reprises, que l'on connaît bien car cela fait trois fois que nous l'achetons, toujours en dessous de la valeur des stocks, à chaque fois (2004, 2009 et 2011) que le marché broie du noir. Ce sont des stocks d'acier spéciaux, ils ne vont pas s'envoler et la capacité bénéficiaire est importante, le métier indispensable, et la gestion très professionnelle.

Vous prétendez investir à long terme, mais cela ne vous empêche pas de faire des allers-retours sur certaines valeurs. N'est-ce pas incohérent ?

J.L : Il faut bien comprendre qu'investir à long terme, cela veut dire acheter une entreprise en étant prêt à la garder en portefeuille pour de longues années. Cela veut dire avoir suffisamment confiance dans les produits, le secteur d'activité ou le management pour se dire que dans 10 ans on sera encore là. Mais si le cours de bourse monte de manière rapide et exagérée, faisant disparaître la marge de sécurité, et qu'au même moment on a une autre opportunité bien plus évidente et sécurisante, je ne vois vraiment pas l'intérêt de garder le titre, même si la hausse a lieu par chance juste après notre achat ! Jacquet et IMS ont été extrêmement volatils, et le marché nous a laissé de belles portes d'entrée mais aussi des points de sortie qu'on n'a pas voulu laisser passer.

Compris. Une autre conviction ?

J.L : Gameloft. Cette entreprise de 5000 personnes est implantée dans le monde entier depuis 10 ans. Elle connaît une forte croissance en développant des jeux vidéo téléchargeables, principalement sur téléphones mobiles. Elle connaît un grand succès dans les pays émergents ainsi que les pays pauvres où elle sait développer, vendre et gagner de l'argent avec des jeux à 1 dollar... Autre activité, des jeux très premium mais toujours bon marché (environ 5 dollars) à destination des utilisateurs de smartphones. Même en crise, on ne va pas repousser l'achat d'un jeu qui vaut entre 1 et 5 dollars et qui commencent à offrir une bonne alternative aux jeux de consoles portables encore vendus plus de 30 dollars. Le bilan est très sain,

puisque'ils ont une trésorerie nette positive, une belle croissance du chiffre d'affaires depuis de nombreuses années et il n'y a pas de raisons que ça s'arrête avec le très fort développement des smartphones. Hors trésorerie le PER est de 16 sur 2011, ce n'est pas cher pour une entreprise de croissance très sensible au marché émergent.

Un dernier exemple ?

J.L : Oui, 1000mercis. C'est un acteur du marketing et de la publicité sur internet qui, même en période de crise, affiche une croissance de son CA de 12% au premier semestre grâce à son activité de fidélisation. Parmi les clients de 1000mercis, on trouve de grands noms comme Priceminister ou easyJet. Ce sont des compagnies qui connaissent parfaitement internet mais qui ont besoin de 1000mercis pour les aider dans leurs relations clients, un aspect qui nous a toujours rassurés. C'est une société très dynamique, très bien gérée, reconnue par ses pairs et dont la taille devient intéressante sur le marché avec un CA proche de 40 M€. Le cours vient de passer de 50 à 35 Euros.

Les leçons de la crise de 2008 semblent avoir été retenues ?

J.L : Je le crois. Nous avons abordé la situation actuelle avec une meilleure diversification, des entreprises dont le modèle économique est plus établi, en restant vraiment proches de notre savoir-faire, de notre philosophie de gestion. Il faut se souvenir qu'en 2007-2008, peu de gens ont vu venir la crise qui fut d'une rare





violence et assez traumatique, surtout à partir de la faillite de Lehman. Cette fois-ci, on ne peut pas dire que nous n'étions pas au courant de ce problème de dettes des Etats, même si il est moins aisé de prévoir à partir de quels niveaux la bourse intègre les mauvaises nouvelles qui s'annoncent. Nous étions mieux préparés avec davantage de cash et de couverture. Sextant PEA a tout de même baissé car les Small caps ont fortement corrigé, mais elles sont toujours plus volatiles, elles remonteront aussi plus vite.

Encore faudrait-il savoir si le pire est devant ou derrière nous ?

J.L : Au niveau économique, c'est sûr que le pire se trouve devant avec un désendettement massif au niveau mondial, surtout de la part des Etats et des banques. Tout le monde doit arrêter de vivre au-dessus de ses moyens et ce contexte est récessif pour plusieurs années. Il faut rembourser et la récession est devant nous. Ce n'est pas très réjouissant mais, d'un point de vue boursier, d'ici quelques mois, les marchés vont rebondir et anticiper des jours meilleurs, même si la croissance sera inévitablement plus basse à l'avenir. Les valorisations sont très attractives avec des rendements rarement vus par le passé. Il reste une incertitude boursière qui nous dérange et nous interroge à court terme: les marchés américains sont encore assez hauts, loin des plus bas de 2009, contrairement à nos indices européens alors que la crise de la dette, même si l'épicentre est européen, a une

envergure mondiale.

Il y a un vrai désamour pour la bourse, les investisseurs particuliers ou institutionnels sont usés par 10 ans de baisse et de yoyo et beaucoup d'entre eux ont quitté la bourse. C'est probablement positif même si cela ne donne pas d'élément de timing.

Ce n'est pas la fin de l'Occident. Les entreprises sont très internationales aujourd'hui. On connaît LVMH, Air Liquide ou Schneider qui vendent beaucoup en Asie. Dans Sextant PEA, Gameloft ou Trilogiq sont très internationaux pour ne citer qu'eux. Même Precia, société familiale acteur du marché du pesage et société traditionnellement perçue très « française », réalise des développements prometteurs en Inde ou au Maroc.

Sextant PEA peut-il encore afficher une performance annualisée de 12.5% ?

J.L : L'objectif est toujours de réaliser la performance la plus forte avec le risque le plus maîtrisé. Pour réaliser sur la durée ce type de performance, le point d'entrée est important. Actuellement, nous avons un bon point d'entrée qui ressemble à celui de 2003. Les actions paraissent risquées mais c'est une des classes d'actifs qui fera probablement la meilleure performance sur la prochaine décennie. Qui aurait parié il y a 10 ans que l'Or, relégué alors au rang de relique, vendu massivement par les banques centrales et à terme par les plus grands producteurs du monde passerait de 270 USD en

2001 à 1900 USD cet été ?

Je pense que sur 10 ans, nous ferons mieux que les obligations d'Etat qui rapportent 2% et dont on ne sait comment elles seront remboursées. L'immobilier parisien ? Il part de 10.000 € et plus dans les beaux quartiers, si on veut réaliser 12% pendant 10 ans, il faudra qu'il soit à 30.000 € le m² en 2021. L'or n'est pas refuge à tout, il ne faut pas le confondre avec une assurance tous risques et il ne rapporte rien. En ce moment, c'est à la mode, donc on s'en méfie. Si j'ai le choix aujourd'hui, j'achète des actions au regard des actifs et des rendements. Dans notre portefeuille, Passat offre du 8%, Oeneo 5%, Linedata 6%, les caisses Régionales du Crédit Agricole entre 7 et 10%... La liste est longue.

A part la bourse qui vous occupe beaucoup, quels sont vos autres centres d'intérêts ?

J.L : Si je n'avais pas fait d'études supérieures, j'aurais été bridgeur. C'est un jeu de probabilité, comme la bourse. En junior j'avais un très bon classement, mais pour faire de la compétition sérieusement, c'est un investissement énorme, et j'ai dû arrêter. En France, une centaine de personnes seulement vivent du bridge. Ils sont essentiellement sponsorisés par des amateurs passionnés qui font des tournois avec eux. Si Warren Buffett souhaite que je lui organise une bonne partie, je suis à sa disposition, mais je ne payerai pas 2 millions de dollars pour jouer avec lui !

Propos recueillis par Olivier Hamoir





Les Bourses de la zone euro : toujours plus bas ?

La crise ayant pour épice centre la zone Euro, l'Eurostoxx 50 a perdu, au plus bas du marché, 30% en moins de 3 mois. Les autres indices ont bien moins violemment réagi: environ -15% pour le FTSE 100, le SMI, le S&P 500 et le Nikkei 225, -23% pour le Hang Seng. Les marchés de la zone euro n'étaient plus très loin de leurs plus bas de Mars 2009.

Le pessimisme est devenu consensuel. Plus personne n'entrevoit de solution possible aux problèmes de la dette européenne, la baisse doit engendrer la baisse, et beaucoup se complaisent à voir les marchés européens baisser encore de 30% (le CAC 40 à 2000). Ainsi les bourses européennes iraient retrouver leur niveau de 1990.

Faire revenir les indices européens au niveau de 1990 ne signifierait pas une récession mais une dépression: prenons l'exemple de la France : le PIB nominal y a doublé en 20 ans, les multiples de valorisation étaient de l'ordre de 12 en 1990, les grandes entreprises françaises s'y sont développées significativement à l'international (50% de leur activité contre 20-25% à l'époque). J'ai quelques difficultés à adhérer au scénario que les entreprises françaises vont perdre le bénéfice de vingt ans de croissance dans les 2-3 prochaines années.

La noirceur appelle la noirceur, notamment à cause de la perception de l'incapacité «des politiques» à réagir au rythme des marchés. «Les politiques» sont forcément des incapables, l'œil rivé sur les prochaines élections. Naïvement, je pense que c'est leur travail de trouver des solutions, mais ce n'est pas simple parce que nous vivons dans des démocraties; ce serait effectivement beaucoup plus simple dans des dictatures. Soit dit en passant, je ne vois pas davantage de capacités d'analyse chez «les financiers» qui narguent «les politiques»: ils n'ont pas joué leur rôle de garde-fou quand les dettes des pays développés enflaient en achetant toujours plus d'obligations souveraines avec des rendements toujours plus bas.

Comme en 2008, la situation est compliquée, mais il y aura un point de retournement. Je pense que ce sera au G20 de Novembre. Les réunions de Washington, fin Septembre, ont clairement montré un changement de ton dans la prise au sérieux de la crise et on voit déjà s'esquisser ce que pourrait être le plan de sauvetage de la zone euro:

- Défaut organisé de la dette grecque à hauteur de 50%,
- Utilisation de l'effet de levier par le FESF afin d'augmenter sa force de frappe à 2 tr€ (x4) pour éviter que l'Italie et l'Espagne ne se retrouvent dans des turbulences similaires à celle de la Grèce,
- Sauvetage des banques à problèmes si nécessaire.

Cela ne se passera que si une vision rigoureuse de la politique budgétaire et financière européenne future est adoptée par les membres de la zone euro car l'accord de l'Allemagne est nécessaire. L'Allemagne est le plus gros contributeur du FESF et aussi le principal prêteur au bilan de la BCE et peut à bon droit exiger plus de rigueur de la part de ses partenaires. Elle fera preuve de flexibilité parce qu'elle est engagée fermement dans l'intégration européenne depuis la catastrophe de 1933-45, elle fera preuve de fermeté parce que son histoire lui a appris les dangers du laxisme financier. Les autres Etats savent de toute façon que la gabegie financière ne les mènera nulle part et que les coûts d'une sortie de l'euro seraient prohibitifs.

Cela aura deux conséquences: des politiques budgétaires beaucoup plus fermes et une réglementation beaucoup plus forte des banques (notamment concernant la réduction de la nocivité des activités de marché, ce qui est déjà en cours au Royaume Uni, en Suisse et aux Etats-Unis).

Un plan alternatif séduisant a été conçu par le cabinet de conseil en stratégie Roland Berger. Il consiste à transférer dans une holding contrôlée par les autorités européennes 120 Mds€ d'actifs grecs. Cela permettrait de faire baisser instantanément la dette grecque à moins de 100% du PIB et d'éviter de brader des actifs à privatiser sous la pression des marchés. Cette holding pourrait en effet céder ces actifs sur une période de plus de 10 ans. C'est probablement une

meilleure solution que le plan précédent mais le principal problème est qu'il est politiquement difficilement acceptable car il se caractérise par une perte de souveraineté de la Grèce sur des actifs clés tels que les transports publics. Un raccourci rapide assimilerait ce plan à une prise de contrôle par l'Allemagne de la politique économique grecque.

Une fois le risque sur l'euro amoindri, cela ne signifie pas que nous reviendrons à l'optimisme qui a prévalu de mi 2009 à fin 2010. D'une part, la croissance dans la zone euro sera anémique. D'autre part, le regard des marchés va revenir là où il aurait dû se focaliser en Août après la dégradation de la dette US par S&P: les problèmes budgétaires des Etats-Unis et l'incapacité actuelle de ce pays à les affronter de façon non idéologique. Enfin, si l'Europe et les Etats-Unis restent durablement en faible croissance, les exportations des pays émergents vont en souffrir et il reste à voir si leur demande intérieure suffira pour compenser.

Pour revenir aux marchés actions, c'est là que les niveaux relatifs vont jouer. Quand l'attention des marchés se concentrera sur les Etats-Unis, le S&P 500 risque de souffrir, se trouvant au plus bas de Septembre 2011 68% au dessus de ses plus bas de Mars 2009 contre 12% pour l'Eurostoxx. Certains marchés émergents paraissent fragiles même si on prend en compte que leur croissance structurelle est bien supérieure à celle du monde occidental. En revanche, je pense que nous sommes probablement dans les plus bas pour les marchés européens.

Indice	Pays	Mars-09	Sept-11	% var
S&P 500	Etats-Unis	676	1 136	68%
Eurostoxx	Europe	1 809	2 026	12%
MIB	Italie	12 621	13 664	8%
CAC 40	France	2 519	2 810	12%
IBEX 35	Espagne	6 817	7 955	17%
DAX 30	Allemagne	3 666	5 196	42%
FTSE 100	Royaume-Uni	3 512	5 041	44%
SMI	Suisse	4 307	5 298	23%
Hang Seng	Hong Kong	11 016	17 585	60%
Nikkei	Japon	7 054	8 560	21%
Bovespa	Brsil	29 435	53 230	81%

Plus bas des principaux indices : Mars 2009 / Septembre 2011

Le vrai signal pour les actions interviendra quand les marchés obligataires mettront un prix sur les risques de la dette souveraine. Le plus grand paradoxe de la période actuelle est qu'on parle de crise de la dette mais que les obligations souveraines se portent fort bien, à l'exception de celles des pays fragilisés de la zone euro (PIGS). Comme rien n'est jamais simple, cette prise en compte du risque sur les dettes souveraines ne devra pas se passer de façon brutale: un krach obligataire ne ferait qu'aggraver les choses.

Au final, la valorisation des actifs n'est qu'une histoire raisonnée d'offre et de demande. La demande d'actions a beaucoup baissé depuis 2000, conséquence d'une décennie catastrophique pour elle en terme de risque/opportunité par rapport à toutes les autres grandes catégories d'actifs (obligations, monétaire, immobilier, or). Compte tenu de l'importance des marchés obligataires, les premiers signes d'inversion des rendements pourraient avoir un impact non négligeable sur les marchés actions.

Eric Tibi



COMMENTAIRES DE GESTION

Votre fonds Sextant PEA a réalisé une performance de -17,68% au cours du troisième trimestre. Il reste concentré sur les petites et moyennes valeurs françaises qui constituent plus de 70% du portefeuille. Au 30 septembre 2011, la position de trésorerie est renforcée à hauteur de 7% et le fonds n'a plus de couverture qui ont été débouclées mi-août.

Les résultats semestriels ont été satisfaisants pour les principales positions du fonds à l'exception de **Vet'Affaires** et **Kesa** qui ont déçu et ont été fortement sanctionnées sur le trimestre avec une baisse de 40%.

Une seule valeur dans le vert, **Kinepolis**, en hausse de 8% avec la mise en place de son rachat d'action et la robustesse de son métier, l'exploitation de salles de cinéma.

Nous avons opéré quelques ajustements en cédant **Delachaux**, **Benetton** ainsi que **Boiron**. Nous avons allégé **Tessi** et **TGS**. La forte chute des sociétés industrielles nous a offert une fenêtre d'achat sur **Jacquet Metal Service**, **Immsi**, **Renault** et l'action préférentielle **Italcementi** sur des niveaux de valorisation qui offrent une grande marge de sécurité. Nous avons également initié une position en **Parrot** et renforcé nos positions sur **Kesa** dont le cours ignore largement la valeur de son principal actif, Darty.

Jacquet Metal, issue de la fusion entre Jacquet et IMS est un distributeur d'aciers spéciaux que nous suivons depuis 2004. La division par 2 du titre cet été nous permet de rentrer en dessous de la valeur des stocks et des entrepôts, un ratio qui historiquement est un bon point d'entrée sur la société. La contraction probable des volumes et des prix dans les mois à venir n'empêchera pas Eric Jacquet de mener à bien la reprise en main de l'ex-IMS et de renforcer ses positions.

Renault est revenue sur des niveaux de valorisation proches des points bas de 2009. Entre-temps, le constructeur a reconstitué une importante trésorerie en partie grâce à la cession de ses actions Volvo B. La décote sur la participation dans Nissan est telle aujourd'hui que cela revient à dire que les marques, Renault, Samsung Motor ou Dacia sont valorisées négativement de l'ordre de 30 euros par action ; du jamais vu.

Parrot est une société parisienne spécialisée à la frontière entre les technologies Bluetooth, acoustiques, vocales et optiques. Son produit le plus connu est le kit main libre, préinstallé ou non, permettant de téléphoner et d'être connecté en voiture. La société est en croissance et très rentable et vient de consacrer une partie de sa trésorerie pour deux acquisitions dans son cœur de métier. Après la baisse du cours cet été, la trésorerie disponible représente encore près de la moitié de la capitalisation rendant la valorisation à moins de 8 fois les bénéfices encore plus attrayante.

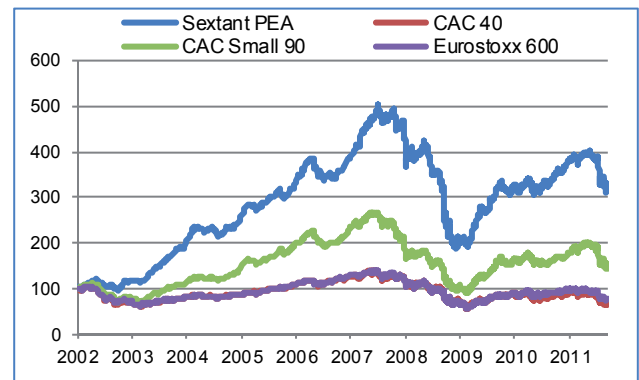
A la fin de ce trimestre éprouvant, les 3 principales sociétés sont **1000Mercis**, **Gameloft** et **Trilogiq**, toutes leaders sur leurs marchés respectifs et qui ont comme point commun d'avoir connu une croissance solide dans la récession de 2009 et une position de cash importante au bilan.

Les valorisations de Sextant PEA offrent une grande marge de sécurité et beaucoup de potentiel.

PERFORMANCES

	Sextant PEA	CAC 40	CAC Small 90	DJ Stoxx 600
2011	-14,75%	-21,62%	-13,25%	-17,99%
2010	18,25%	-3,35%	10,91%	8,63%
2009	61,80%	22,33%	58,69%	27,99%
2008	-58,36%	-42,68%	-54,17%	-45,60%
2007	21,71%	1,31%	-4,91%	-0,17%
2006	19,92%	17,53%	16,40%	17,81%
2005	31,41%	23,40%	38,57%	23,51%
2004	29,99%	7,40%	28,07%	9,47%
2003	63,99%	16,12%	37,53%	13,68%
2002*	14,72%	-31,13%	-21,27%	-30,50%

* Sextant PEA a été lancé le 18 janvier 2002



Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.

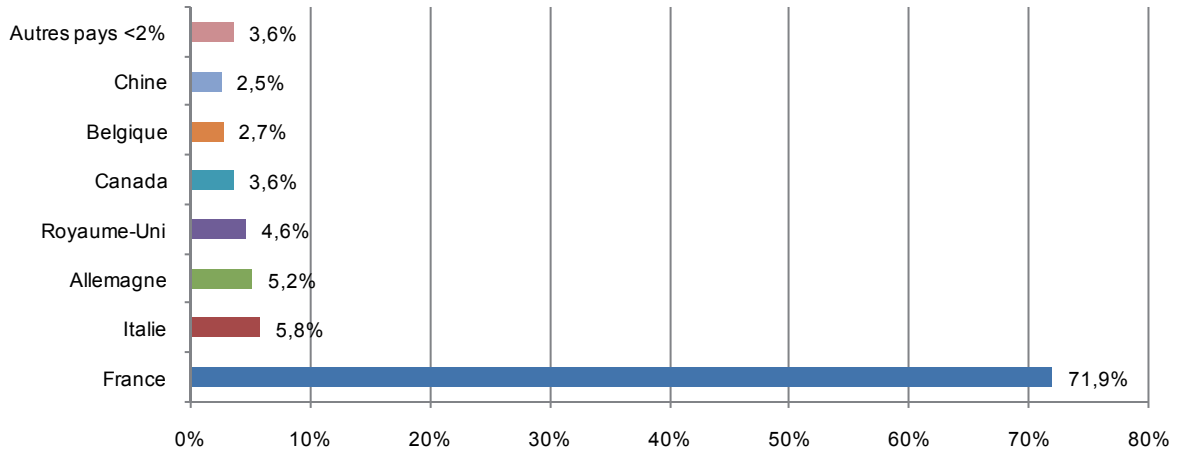
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
1000Mercis	France	Médias / Internet
Gameloft	France	Médias / Internet
Trilogiq	France	Industrie
Kesa	Royaume-Uni	Distribution
Francotyp	Allemagne	Services aux entreprises
Stallergènes	France	Santé
OraOneo	France	Agroalimentaire
Bellatrix	Canada	Energie
Jacquet Metal Service	France	Distribution
Akka Technologies	France	Services aux entreprises

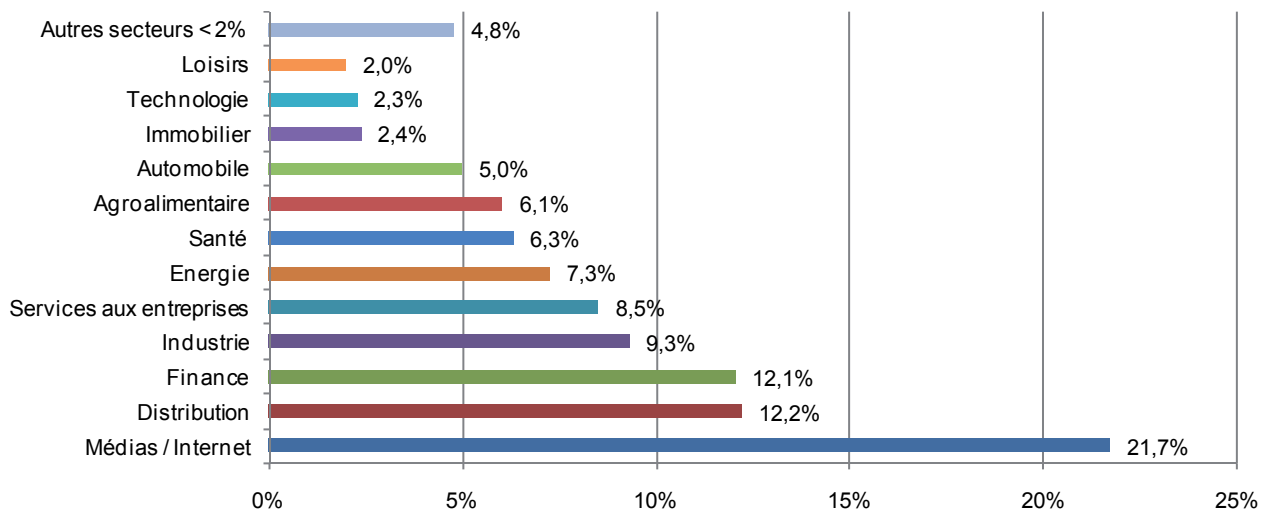




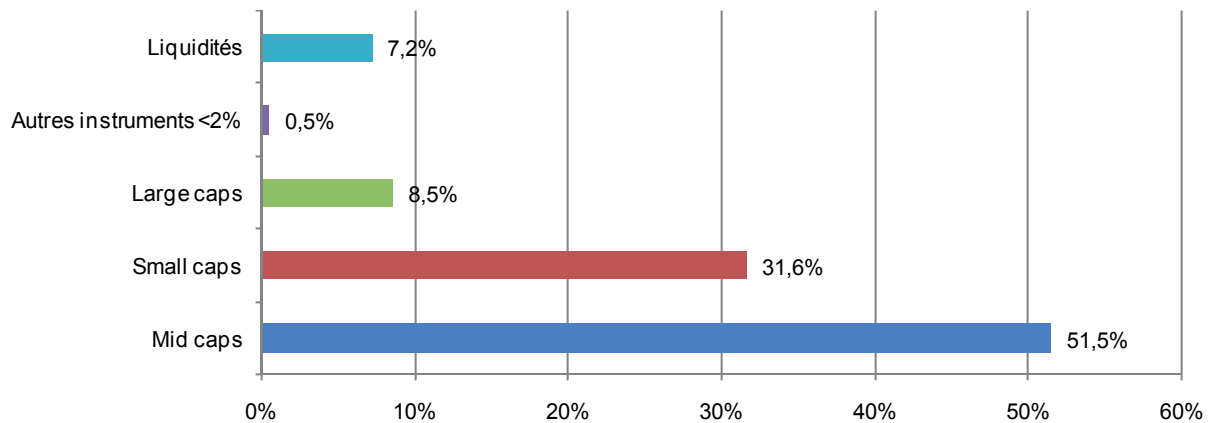
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION





COMMENTAIRES DE GESTION

Depuis le début de l'année, Sextant Autour Du Monde est en baisse de 24,69% contre une baisse de 15,65% pour son indice de référence, le MSCI World en euros. L'ensemble de nos thématiques d'investissement ont souffert de la récente correction des marchés de façon assez homogène. Cette faible différenciation des comportements boursiers traduit la forte aversion pour le risque engendrée par la crise financière qui secoue actuellement les économies occidentales.

Cette crise trouve son origine dans le surendettement des pays occidentaux. En Europe la faillite de la Grèce et la défiance pesant sur l'ensemble des dettes souveraines des pays du Sud précipitent le système bancaire au bord du gouffre. Aux États-Unis le désendettement des ménages alimente des pressions déflationnistes que la Fed n'a pas réussi à juguler malgré une création monétaire sans précédent. Or c'est exactement le scénario qui cimenterait notre stratégie d'investissement. En effet Autour Du Monde est concentré sur les pays émergents qui bénéficient d'un niveau d'endettement raisonnable et encore d'une très forte croissance. Plus de 11% du portefeuille sont investis dans des sociétés aurifères qui profitent de la hausse du métal jaune alimentée par la crise des dettes souveraines. Enfin, nos investissements en France sont concentrés sur des métiers d'innovation peu impactés par l'environnement macroéconomique.

Alors pourquoi une telle baisse du portefeuille ? Les marchés émergents ont été pénalisés par les politiques anti-inflationnistes, notamment en Chine et en Inde où les cycles de hausse des taux auront duré plus longtemps que nous l'avions imaginé. En Inde l'inflation qui s'est avérée très résiliente a poussé la banque centrale du pays à augmenter, une fois de plus, ses taux à 8,25% au mois de septembre. En Chine le gouvernement reste déterminé à contenir un début de bulle immobilière et à assainir un emballement du marché du crédit résultant de la politique de relance de 2009. Le ralentissement de ces deux économies est déjà à l'œuvre, mais contrairement aux grandes puissances occidentales il s'agit d'un ralentissement modéré, de nature cyclique et orchestré par des politiques monétaires restrictives visant à maîtriser l'inflation et les bulles de crédit. Le potentiel de croissance reste entier et en cas de ralentissement trop brutal les autorités monétaires ne manqueront pas d'utiliser les marges de manœuvre reconstituées par plus d'un an de hausse des taux. Nous restons donc très confiants dans le potentiel de nos sociétés indiennes et chinoises dont les valorisations ont atteint des niveaux historiquement bas. En Inde nous sommes toujours principalement exposés au secteur des infrastructures. En Chine nous privilégions les sociétés de consommation comme le distributeur de montres de luxe Oriental Watch dont la capitalisation boursière est égale à la valeur de ses stocks de montres, principalement des Rolex. On notera également la valorisation de Shanda Games qui se paie 3 fois les résultats (ex cash) pour une société en croissance de 5 à 10% par an.

Les valeurs aurifères n'ont pas tenu leurs promesses malgré la hausse du métal jaune et l'enlisement de la crise des dettes souveraines en Europe. Ces sociétés n'ont jamais été aussi peu chères au regard du cours de l'or. Pourtant nous restons convaincus que les démocraties occidentales continueront à lutter contre le désendettement, aujourd'hui obligatoire, de leurs États et de leurs consommateurs par des politiques de taux réels nuls et de création monétaire. L'euro et le dollar continueront donc à se déprécier au bénéfice de l'or qui retrouvera progressivement son statut de monnaie d'échange en dernier ressort.

Nous restons prudents et faiblement exposés (3,6% du portefeuille) aux métaux de base du fait du ralentissement économique à l'œuvre en Chine et des doutes quant au rythme de croissance aux États-Unis. En revanche nous conservons une exposition significative dans le secteur de l'énergie (12,9%

du portefeuille) dont la correction nous semble avoir déjà largement intégré un scénario de baisse du baril. Nos sociétés pétrolières valorisent aujourd'hui un baril compris entre \$60 et \$70, un niveau qui ne nous semble pas soutenable à long terme.

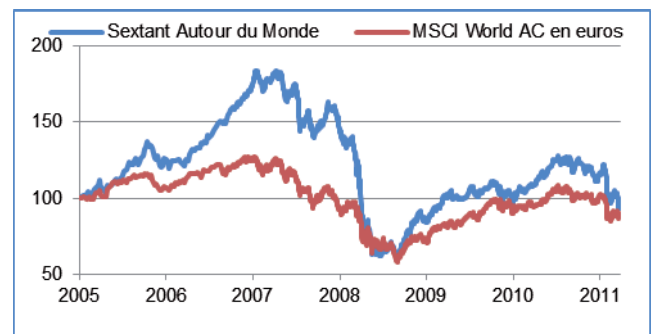
Nous restons donc très confiants dans notre stratégie d'investissement. Les sociétés françaises présentes dans le portefeuille comme Gameloft et 1000Mercis continuent d'enregistrer de très bonnes performances opérationnelles. Les niveaux de valorisation atteints par l'ensemble de nos investissements nous semblent excessivement dépréciés et confèrent à Autour Du Monde un fort potentiel de revalorisation même si le portefeuille a vocation à rester volatil du fait des zones et des secteurs (pays émergents, matières premières, petites capitalisations françaises) sur lesquels il est positionné.

Enfin nous avons initié de nouveaux investissements en Corée afin de profiter de décotes extravagantes sur des actions préférentielles. L'action préférentielle de LG H&H traite avec une décote de 80% sur l'action ordinaire sans aucune raison valable. Cette décote nous permet d'acheter une société de croissance exceptionnelle, leader en Corée dans les cosmétiques, les produits ménagers et les boissons, à moins de 6 fois les résultats.

PERFORMANCES

	Sextant Autour du Monde	MSCI World AC en euros
1 an	-12,92%	-6,87%
3 ans	-15,72%	-0,44%
5 ans	-24,93%	-21,75%
2011	-24,69%	-15,65%
2010	21,30%	18,39%
2009	59,20%	28,04%
2008	-62,95%	-40,99%
2007	23,90%	-0,84%
2006	24,48%	6,57%
2005*	13,33%	10,53%

* Sextant Autour du Monde a été lancé le 8 juillet 2005



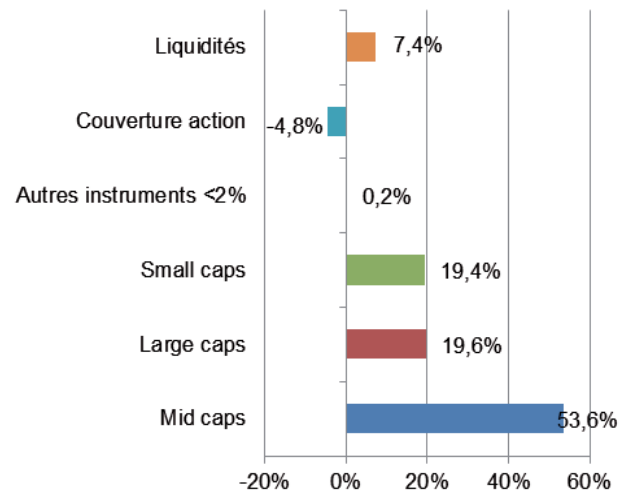
Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.



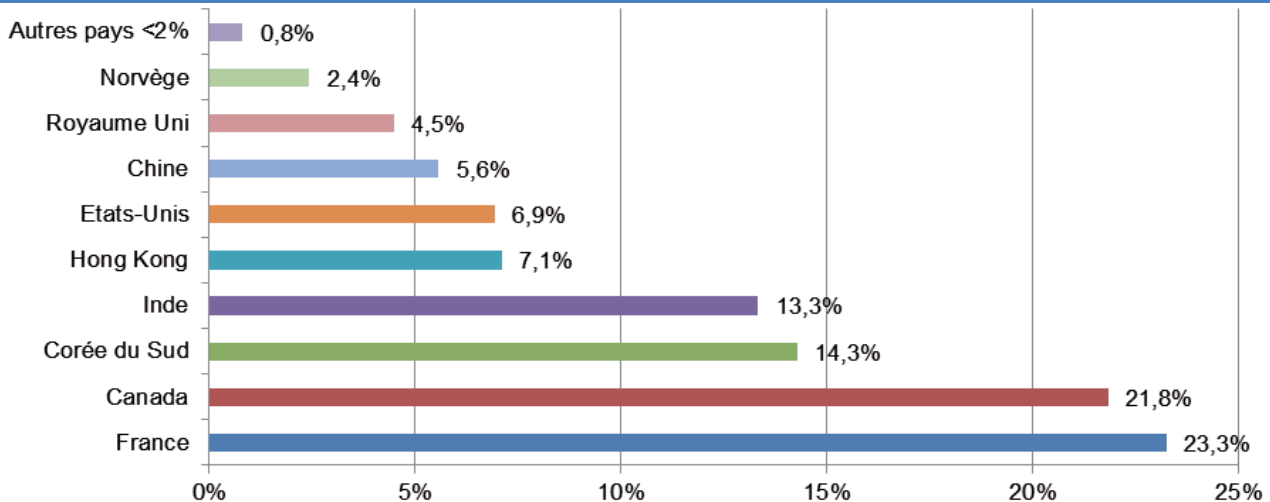


Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs
LG H&H Pref	9,10%	Corée du Sud	Biens de consommation
Gameloft	6,32%	France	Médias / Internet
Bellatrix	5,62%	Canada	Energie
1000Mercis	5,40%	France	Médias / Internet
Shanda Games	5,16%	Chine	Médias / Internet
IDFC	4,95%	Inde	Finance
Kesa	4,15%	Royaume Uni	Distribution
Ora Oeneo	3,97%	France	Agroalimentaire
Bear Creek	3,90%	Canada	Or / Argent
Google	3,43%	Etats-Unis	Médias / Internet

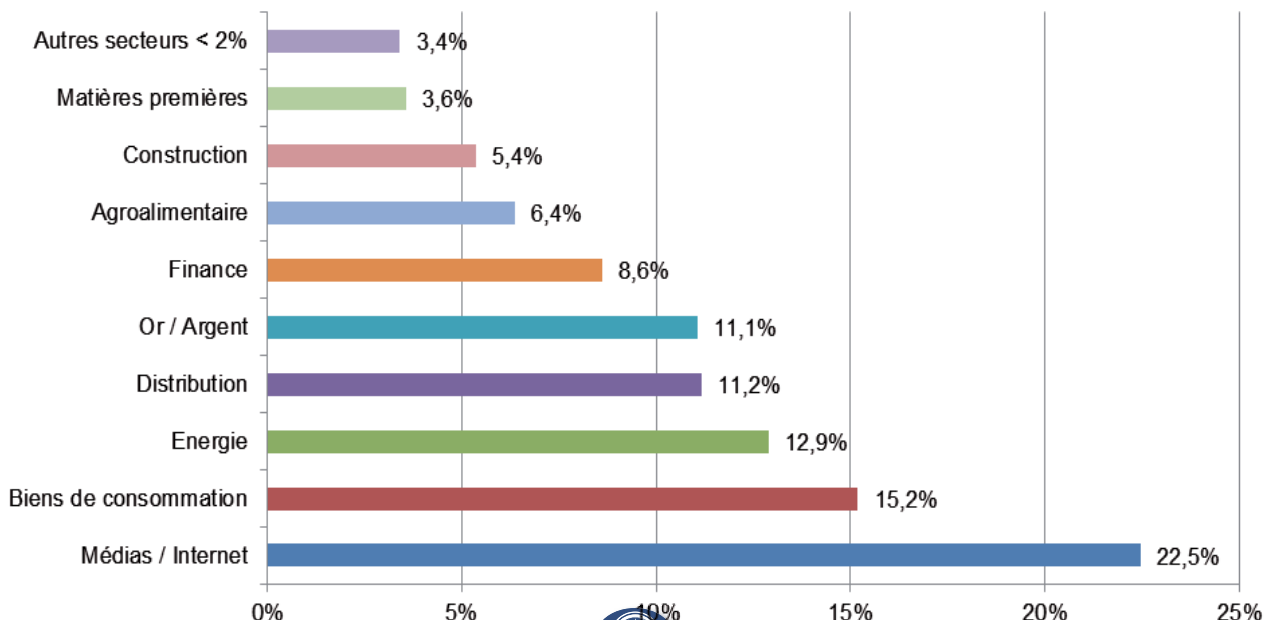
ALLOCATION D'ACTIF



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI





COMMENTAIRES DE GESTION

Le fonds Sextant Grand Large est un fonds flexible dont l'objectif est d'investir en actions avec un souci de préservation du capital. Pour ce faire le fonds dispose de trois leviers :

1. privilégier les actions ayant un potentiel de baisse à long terme limité: sociétés dont l'activité est pérenne, la situation financière solide, possédant des actifs tangibles importants...
2. faire varier la part de l'actif investi en actions entre 0% et 100%, ladite part dépendant des idées d'investissement de l'équipe d'Amiral Gestion plutôt que de considérations macroéconomiques
3. investir dans d'autres classes d'actifs (obligations...)

En début d'année, nous avons décidé de mettre d'avantage l'accent sur les deuxième et troisième leviers, prenant acte du rebond des marchés actions depuis 2009.

Ce choix de diversifier l'allocation d'actif de Sextant Grand Large s'est pour l'instant avéré judicieux. Le fonds a ainsi bien résisté pendant la tourmente estivale, affichant un repli de 10.7% sur le trimestre et de 5.8% sur l'année contre un recul de respectivement 25,1% et 21,6% pour l'indice CAC 40.

Sur le troisième trimestre en particulier, l'allocation d'actif du fonds a évolué comme suit :

- l'exposition brute aux actions a légèrement diminué à 63,5% (vs 68%)
- une couverture sur indice ramène l'exposition nette aux actions à 53% (vs 60%)
- ce portefeuille action comprend trois foncières pour 7,4% de l'actif du fonds (vs 7%) et une obligation remboursable en action pour 3.6%.
- le portefeuille de titres hybrides représente 7,6% de l'actif (vs 9,7%).
- les liquidités représentent 26,1% du portefeuille (vs 15%)
- l'exposition à l'or physique (7% au 30 juin) a été totalement vendue en fin de trimestre après avoir pleinement joué son rôle d'amortisseur dans la baisse des marchés ; à noter que cette vente fait suite à une modification du Code Monétaire et Financier qui interdit désormais aux OPCVM d'être exposés à l'or physique.

Le portefeuille actions

L'encours modeste de Sextant Grand Large lui permet toujours d'investir sans contraintes sur le segment des petites et moyennes valeurs où nous trouvons de nombreuses sociétés de bonne qualité que nous jugeons très sous-évaluées.

Les Certificats Coopératifs d'Investissement émis par les Caisses Régionales du Crédit Agricole constituent toujours la première position du fonds à près de 10% de l'actif. Au-delà de ratios de valorisation très faibles (65% de décote sur fonds propres, 7% de rendement), ces établissements nous paraissent peu risqués : activité de banque de détail, parts de marché élevées, excédents de fonds propres, aucune perte ni dilution des porteurs pendant la crise. La baisse des cours pendant l'été (20% en moyenne) est d'ailleurs sans commune mesure avec la chute du cours des grandes banques universelles (-48% pour celles cotées au CAC 40).

Les principales autres lignes actions restent **Trilogiq**, **Passat**, **Precia**, **l'ORA Oeneo**, et **Tessi** (3.5% à 4.5% du fonds chacune).

Nous avons constitué ce trimestre une nouvelle ligne en **LG Household et Healthcare**. LG H&H est une société coréenne

octobre 2011



présente dans les cosmétiques, les produits ménagers et la distribution des boissons Coca Cola avec respectivement 35%, 30% et 35% de part de marché. L'entreprise est bien gérée et en forte croissance. Sans surprise, les ratios de valorisation de l'action ordinaire reflètent la qualité de cette société avec un PER d'environ 25 fois. L'attrait du dossier tient au fait que nous avons investi dans l'action de préférence qui décote de... 78% sur l'action ordinaire.

La répartition géographique et sectorielle des actions reflète l'absence d'allocation macro-économique dans le fonds et résulte de fortes convictions sur des valeurs individuelles.

Nous continuons par ailleurs à détenir de l'immobilier coté. Au-delà des avantages sur l'immobilier physique (liquidité, possibilité d'investir avec une décote), ce secteur nous semble être un instrument idéal de protection contre un retour de l'inflation : les loyers suivent la hausse des prix alors que les foncières peuvent s'endetter à taux fixe en face. La régularité des loyers fournit également un support aux valorisations en cas de crise économique. A noter que les foncières cotées investissent dans l'immobilier tertiaire, au rendement satisfaisant (exemple : 6% pour du bureau dans Paris) et pas dans la bulle de l'immobilier résidentiel. Les lignes en **Foncière Paris France** et **Terreis** ont bien résisté, revenant à leurs cours du début d'année. Le cours d'**Immobiliare Grande Distribuzione**, une foncière de centre commerciaux en Italie, a en revanche fait les frais de la défiance des marchés face à l'Italie et traite désormais 58% en dessous de son ANR.

Les titres hybrides

Nous avons identifié une opportunité sur les titres hybrides émis par les institutions financières. Par titres hybrides, on entend des obligations subordonnées perpétuelles qui viennent s'intercaler entre la dette et les fonds propres d'un établissement. Ces titres fonctionnent comme des obligations pour les porteurs, mais l'émetteur est autorisé à l'inclure dans ses ratios de solvabilité. Paradoxalement, la crise financière de 2008 a engendré un nombre très limité de défauts sur ces papiers (essentiellement les banques irlandaises et quelques coupons non payés sur des banques allemandes et Dexia). Cette non-absorption des pertes s'est avérée tellement criante que les régulateurs ont prévu de ne plus prendre en compte les papiers aujourd'hui en circulation dans les futures normes de Bâle III. On peut donc raisonnablement anticiper que ces titres, peu onéreux pour des fonds propres mais très onéreux pour de la dette ordinaire soient remboursés dans les années à venir.

La défiance généralisée envers le système bancaire cet été a entraîné une forte baisse de ces titres, de 26% en moyenne pour ceux que nous avons en portefeuille. Les papiers à taux fixes que nous avons acheté sur des rendements au call de 9% à 11% traitent désormais sur des rendements de 19% à 35%. Les papiers rapportant en continu le taux d'intérêt à 10 ans ne traitent plus qu'entre 40% et 45% du nominal, également affecté par le niveau historiquement bas des taux longs.

A la notable exception de **Groupama** qui connaît des difficultés, la qualité objective des émetteurs en portefeuille (**BPCE**, **Raiffeisen**, **BNP Paribas**) ne justifie pas à nos yeux ce retour à des cours proches de ceux atteints pendant la crise de 2008-2009. Rappelons que pour essayer une perte sur ces papiers, les actionnaires doivent préalablement avoir été ruinés avec en plus incapacité pour la banque de procéder à une augmentation de capital.

Perspectives

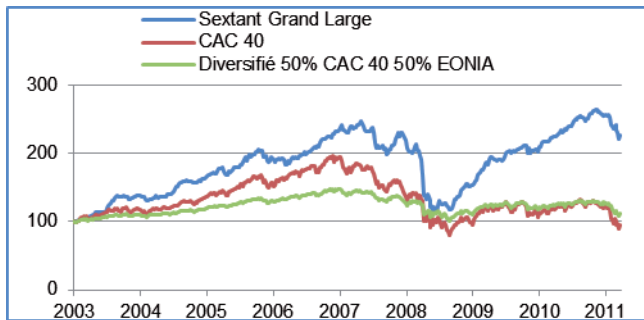
Nous gardons donc une marge de sécurité élevée sur les titres présents dans Sextant Grand Large, tant en termes de qualité des dossiers que de valorisation.



PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteurs
Trilogiq	France	Industrie
Passat	France	Biens de consommation
Precia	France	Industrie
Ora Oeneo	France	Agroalimentaire
LG Household Pref	Corée du Sud	Biens de consommation

PERFORMANCES

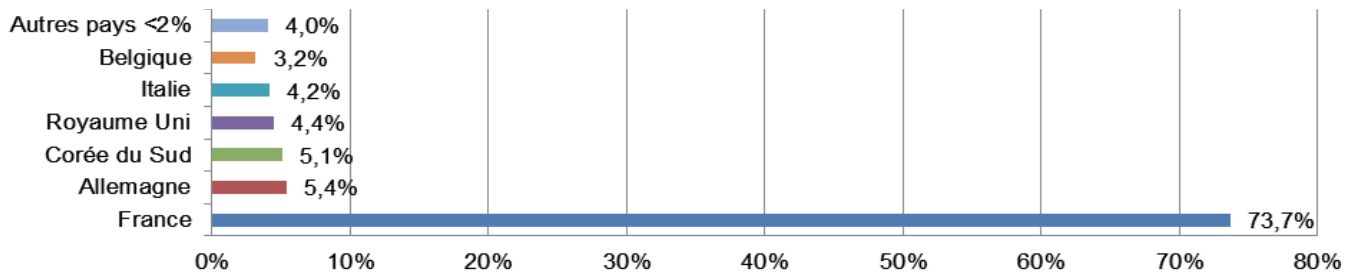


	Sextant Grand Large	CAC 40	Diversifié 50% CAC 40 50% EONIA
1 an	0,75%	-19,74%	-9,45%
3 ans	18,48%	-28,38%	-10,93%
5 ans	20,25%	-43,20%	-16,81%
2011	-5,80%	-21,63%	-10,63%
2010	24,08%	-3,34%	-0,83%
2009	61,70%	22,32%	12,00%
2008	-49,19%	-42,68%	-21,19%
2007	16,16%	1,31%	2,98%
2006	12,69%	17,53%	10,26%
2005	26,71%	23,40%	12,41%
2004	24,72%	7,40%	5,61%
2003*	14,26%	13,37%	6,39%

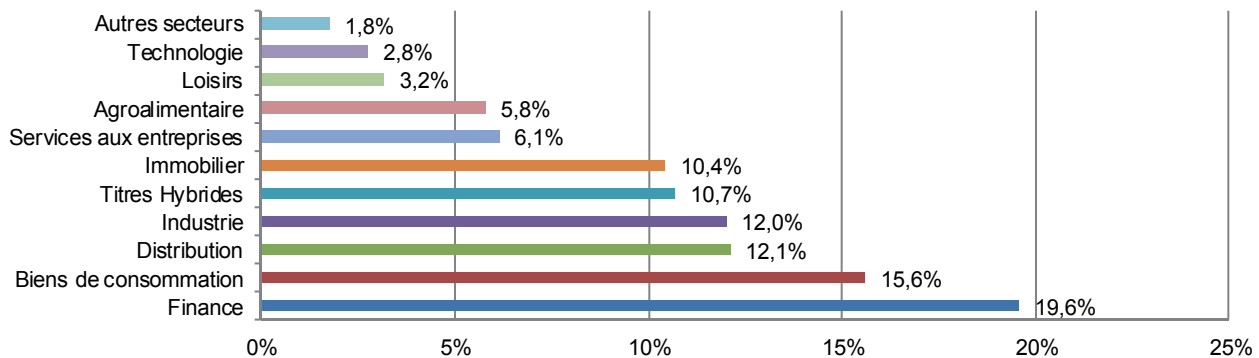
* Sextant Grand Large a été lancé le 11 juillet 2003

Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.

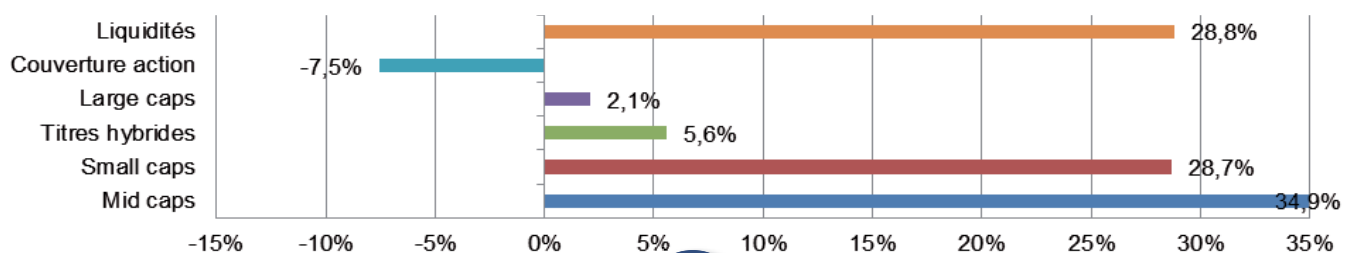
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION ET TYPES DE PRODUITS





COMMENTAIRES DE GESTION

Dans un contexte de marché marqué par un recul généralisé de tous les actifs considérés comme cycliques, Sextant Peak Oil recule fortement, de 23% au cours du troisième trimestre. Devant l'apparente incapacité des autorités européennes à prendre les devants face à des craintes de faillites d'Etats qui pourraient mettre en danger l'euro et l'économie mondiale, les actions des producteurs de pétrole et des sociétés de services pétroliers se sont écroulées, bien davantage que le prix du WTI (-12% en euros), alors même que le prix du baril du Brent reste presque insensible aux inquiétudes financières actuelles.

Dans un contexte de demande mondiale soutenue, la situation du marché pétrolier reste en effet très tendue, alors que la production libyenne a disparu et que la Syrie fait l'objet depuis un mois d'un embargo sur ses exportations.

Notre conviction dans des prix élevés et durables à long terme reste intacte. Comme en 2008, le passage du prix du pétrole sous 70\$ entraînerait un effondrement rapide des investissements mondiaux et de sévères pénuries alors que les deux pays les plus peuplés de la planète sont appelés à consommer de plus en plus de pétrole. Au cours des dernières années, l'économie chinoise a été dopée par ses exportations et l'investissement dans ses infrastructures, au détriment de la consommation intérieure, si bien que la Chine consomme plus de 40% du cuivre mondial, mais seulement 10% du pétrole. Une partie de la solution aux déséquilibres mondiaux réside dans la hausse de la consommation chinoise. Ce mouvement de rééquilibrage semble sur le point de s'accélérer. Par ailleurs les revendications politiques et sociales dans les pays du golfe réduisent d'autant plus la marge de manœuvre budgétaire de l'OPEP qui sera probablement amenée à défendre un prix plus élevé que dans le passé.

Si nous ne maîtrisons pas la volatilité du secteur, notre portefeuille est prêt à participer aux opportunités qu'une rechute du prix du baril offrirait. Aucune société en portefeuille n'a d'endettement excessif, et beaucoup d'entre elles ont un bilan qui leur permettrait au contraire de bénéficier des difficultés enregistrées par leurs pairs. C'est toujours dans les périodes majeures de stress que les meilleures affaires sont à faire, et comme Rockefeller le disait en 1884 : « *Hope if crude oil goes down again...our Executive Committee will not allow any amount of statistics or information...to prevent their buying. We must try and not lose our nerve when the market gets to the bottom as some people always do.* » « *We will surely make a great mistake if we do not buy* ». (*)

Les valorisations des producteurs sont d'ores et déjà extrêmement attractives, la plupart ne valorisant qu'un baril entre 60 et 70\$ à long terme. Du côté des services pétroliers, **Halliburton**, leader de l'industrie, après avoir chuté de 40%, a vu son PER 2012 chuter à 8, alors même que sa position de leadership en Amérique du Nord ne fait que se renforcer.

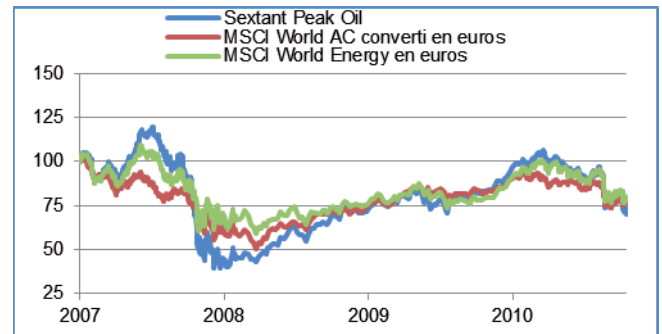
Au cours du trimestre, nous avons profité du recul important du marché pour renforcer les titres qui nous semblent offrir le meilleur potentiel sur notre hypothèse de baril de 80\$ à long terme. C'est ainsi que nous avons renforcé nos achats en Hess, la société indépendante américaine dont la valorisation ne fait ressortir qu'un baril à 60\$ à long terme. Bien que la société ait connu quelques chocs externes (perte temporaire de sa production libyenne, interruption momentanée d'une de ses plateformes en Mer du Nord, météo difficile aux Etats-Unis retardant son programme de forage...), l'impact sur la valorisation est négligeable alors que le titre a perdu 30% au cours de l'été. Nous avons également racheté des titres **Whiting Petroleum**, et initié une position en **Arcan Resources**, une société canadienne démarrant l'exploitation du champ de Beaverhill Lake dans l'Alberta. La montée non sollicitée dans son capital par la société leader Crescent Point Energy a renforcé notre confiance dans la qualité des actifs d'Arcan.

Nous avons parallèlement allégé notre position en **Baytex**, après une belle surperformance ainsi que **Prosafte**, dont le profil défensif a parfaitement joué son rôle au cours de ces derniers mois. La ligne en **Pacific Rubiales** a également été réduite.

PERFORMANCES

	Sextant Peak Oil	MSCI World AC (en euros)	MSCI World AC Energy (en euros)
1 an	-15,03%	-6,86%	-0,24%
2 ans	0,53%	6,38%	6,26%
3 ans	-11,00%	-0,43%	-6,85%
2011	-28,94%	-15,65%	-15,84%
2010	29,69%	18,39%	17,44%
2009	73,18%	28,04%	19,64%
2008	-57,92%	-40,99%	-36,61%

* Sextant Peak Oil a été lancé le 17 décembre 2007



Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.

PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

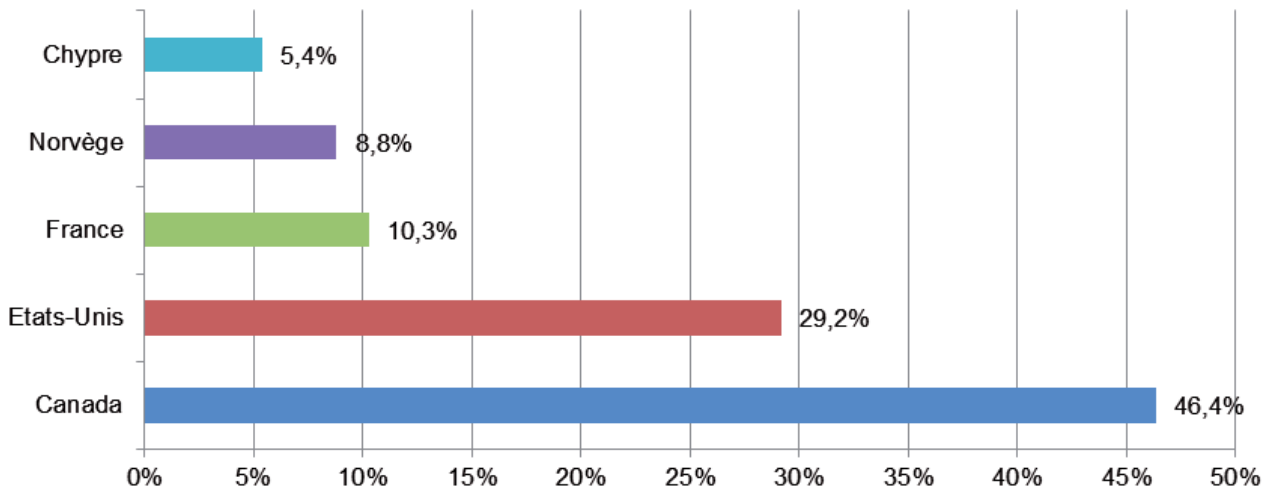
Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs
Entrepose	9,41%	France	services pétroliers : spécialisés
TGS	8,07%	Norvège	services pétroliers : spécialisés
Bellatrix	7,79%	Canada	compagnies pétrolières indépendantes
Hess	7,09%	États-Unis	compagnies pétrolières indépendantes
Whiting	5,70%	États-Unis	compagnies pétrolières indépendantes
Prosafte SE	4,94%	Chypre	services pétroliers : spécialisés
Noble Corp	4,78%	Etats-Unis	services pétroliers : plateformes (onshore et offshore)
Halliburton CO	4,68%	Etats-Unis	services pétroliers : diversifiés
Schlumberger	4,55%	Etats-Unis	services pétroliers : diversifiés
Silverbirch	4,53%	Canada	sables bitumineux

(*) « J'espère que si le prix du pétrole chute à nouveau... notre comité exécutif ne laissera aucune masse de statistiques ou d'information les retenir d'acheter. Nous devons essayer et ne pas perdre nos nerfs quand le marché chutera au plus bas comme certains font toujours. » « Nous ferons certainement une grande erreur si nous n'achetons pas ». The Prize, Daniel Yergin.

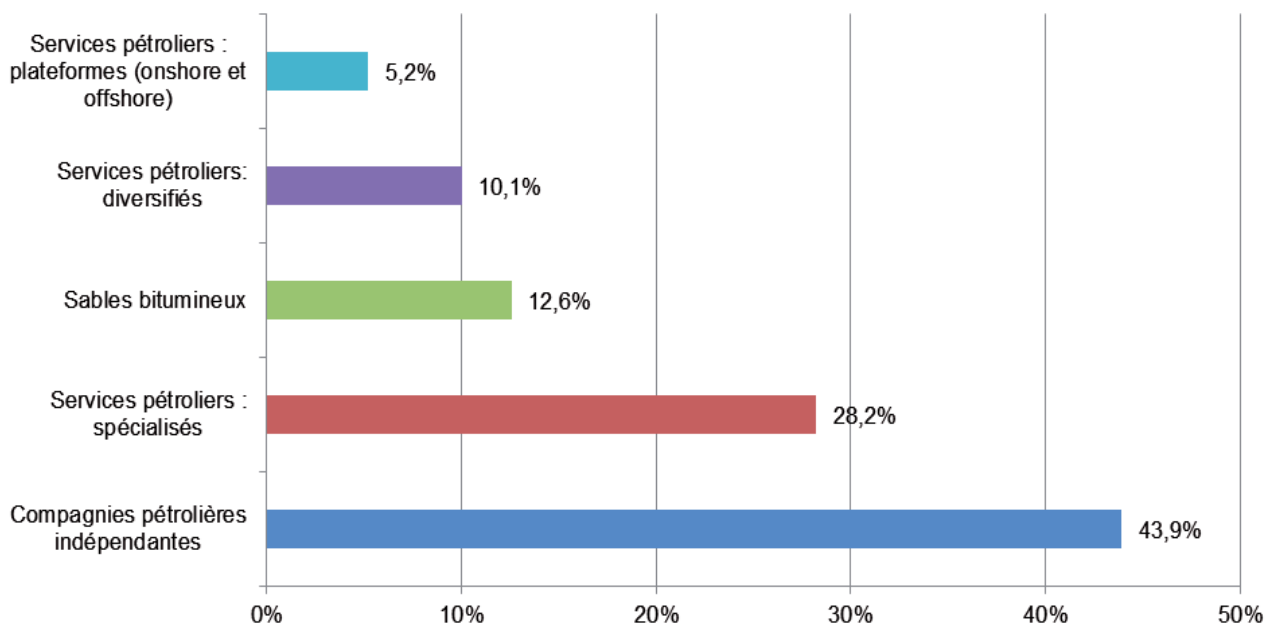




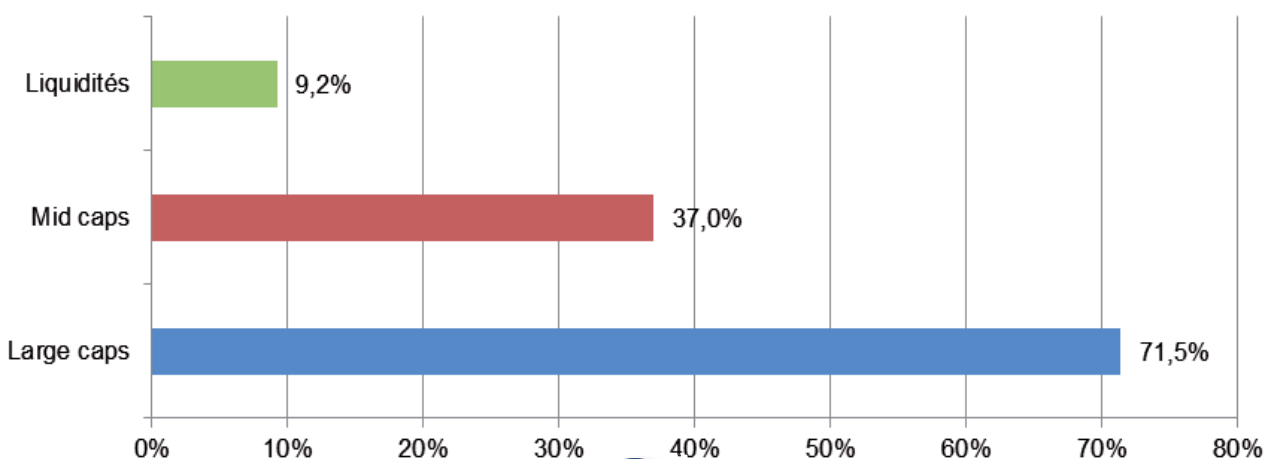
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION





COMMENTAIRES DE GESTION

Le premier trimestre d'exercice de Sextant Europe a été marqué par une crise générale des marchés actions, avec une baisse de 16% de l'indice Stoxx 600 et une baisse encore plus accentuée des indices de la zone euro (22% pour l'Eurostoxx 50).

Même si le fonds était assez peu exposé aux sociétés financières, il n'a pas échappé au mouvement général de baisse des marchés.

Au lancement du fonds, nous avons insisté sur 4 thèmes transversaux :

1. situations « value »,
2. retour de cash aux actionnaires,
3. croissance cachée,
4. thèmes structurels.

Le thème de retour de cash aux actionnaires a été très satisfaisant avec une excellente performance de **Next** (+15%) et **Imperial Tobacco** (+12%). Rappelons que nous ne recherchons pas ici des valeurs ayant un rendement élevé, mais des sociétés gérant particulièrement bien leur « core business » et reversant les excès de trésorerie aux actionnaires via des dividendes élevés ou des rachats d'actions quand leur cours de bourse est bas.

Nous avons initié au cours du trimestre une ligne en **Ahold** qui nous semble présenter des caractéristiques de ce type (concentration sur ses activités de supermarchés dans le nord-est des Etats-Unis et aux Pays Bas, 5Mds€ de rachat d'actions depuis 2007). Nous continuons de rechercher activement des valeurs correspondant à ce thème, qui nous semble très attrayant dans un environnement de faible croissance et de taux bas.

Le thème le moins performant a été celui des situations « value », avec notamment une baisse de 38% pour **Renault** et de 35% pour **Kesa**. Ces titres ne sont pas soutenus par des flux de nouvelles positifs et sont particulièrement vulnérables dans des marchés tendus. Dans les deux cas, nous avons renforcé notre exposition pendant le trimestre car leurs potentiels de revalorisation à moyen terme nous paraissent très élevés.

Ainsi **Renault** traite actuellement avec une décote de 50% sur la seule valorisation de ses participations cotées (Nissan, Volvo, Daimler). Quant à **Kesa**, la seule valorisation de ses actifs immobiliers et de son cash représente 85% du cours actuel. Ainsi sa filiale Darty, qui dégage un résultat d'exploitation de 150m€, n'est quasiment pas valorisée par le cours de bourse actuel... Nous savons d'expérience que de telles situations peuvent durer mais qu'elles seront très payantes à terme.

Nous pensons il y a trois mois que l'environnement serait difficile, notamment pour des pays comme l'Espagne, le Portugal ou l'Irlande. Nous avons néanmoins été surpris par la violence de la crise de la dette et avons décidé de remanier notre portefeuille afin d'éliminer les risques peu maîtrisables liés à cette crise. Nous avons ainsi cédé nos titres **April** (exposition résiduelle à la dette PIGS de son activité assurance), **Folli-Follie** (trop de dette pour une société certes internationale mais basée en Grèce) et **Immobiliare Grande Distribuzione** (sensibilité de l'activité immobilière aux taux italiens). Nous avons aussi vendu nos titres **Omega Pharma** après l'annonce d'un projet d'OPA. Nous avons utilisé les produits de ces cessions pour investir dans **Ahold** et dans des actions préférentielles **Italcementi** (décote de

60% sur l'action ordinaire), et renforcer notre exposition à **Entrepose, Next et Dior**.

Nous pensons que la crise de la dette ne va pas se résoudre subitement car elle nécessite des avancées politiques majeures en termes d'intégration fiscale et économique. Un plan de sauvetage ambitieux de l'euro aura un coût important et ne sera suivi par l'Allemagne que s'il s'accompagne d'engagements budgétaires très rigoureux. Face à cette situation, nous restons prudents à court terme en restant sous-exposés au secteur financier et en nous situant dans la fourchette haute de notre détention de cash (10%). Les résultats des entreprises dont nous sommes actionnaires ont été en général bons, souvent au-dessus des attentes, et voyons donc peu de raisons de modifier la composition de nos principaux investissements.

PERFORMANCES

Conformément à la réglementation en vigueur, une performance inférieure à un an ne peut être affichée.

Sextant Europe est un fonds action, la durée minimale de placement recommandée est de 5 ans.

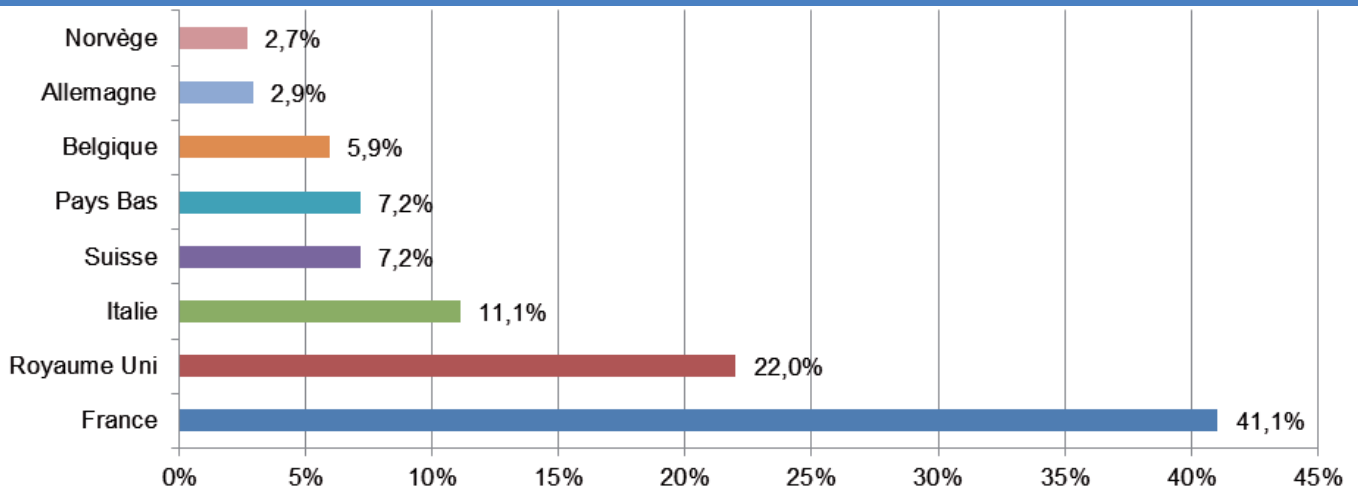
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
Entrepose	France	Energie
Kesa	Royaume Uni	Distribution
D'Ieteren	Belgique	Automobile
Renault	France	Automobile
Debenhams	Royaume Uni	Distribution
Christian Dior	France	Luxe
Imperial Tobacco	Royaume Uni	Biens de consommation
KoninklijkeAhold NV.	Pays Bas	Distribution
Marr Spa	Italie	Distribution
Next PLC	Royaume Uni	Distribution

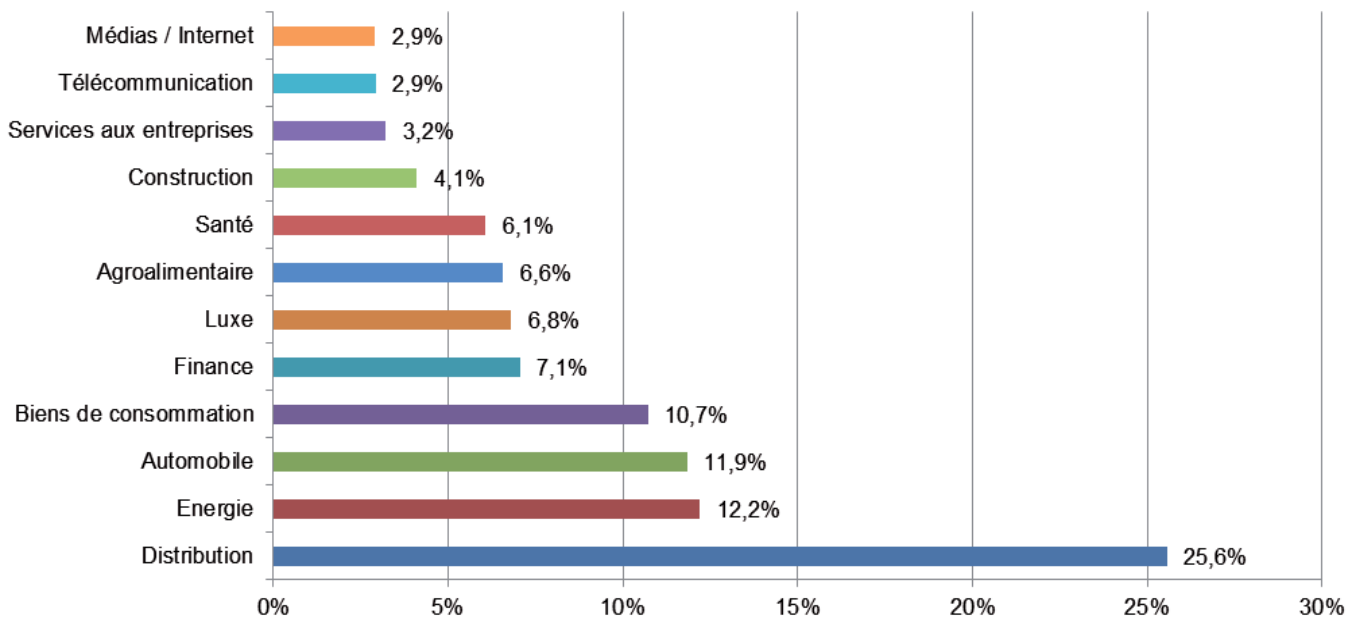




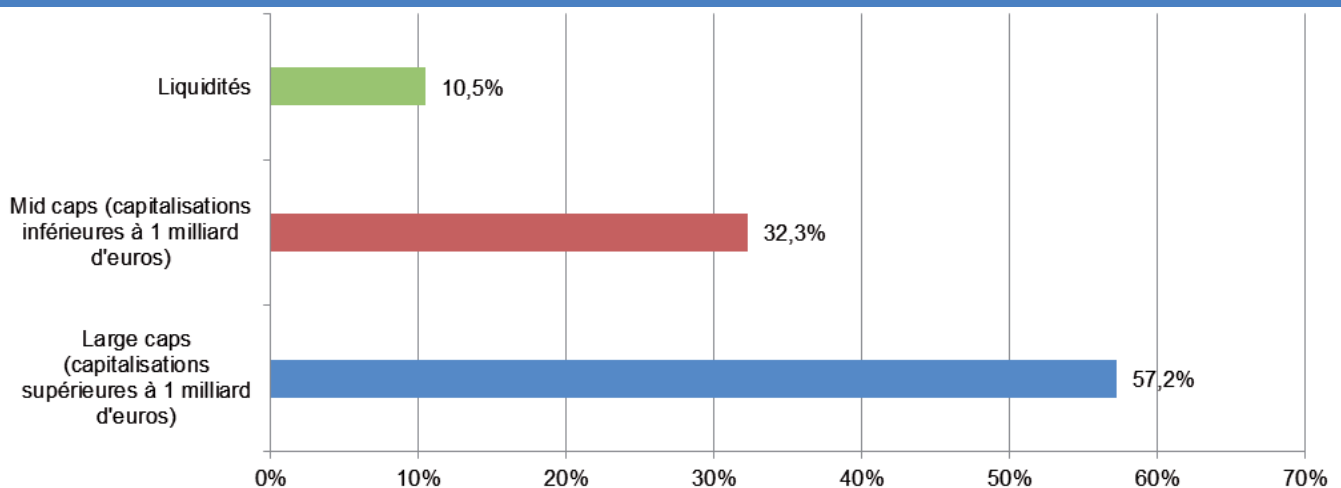
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION





COMMENTAIRES DE GESTION

L'objectif de Sextant Inc. est d'investir avec une concentration élevée sur les idées de l'équipe d'Amiral Gestion présentant le plus fort potentiel tout en ayant une grande liberté de couverture ou de surexposition (effet de levier) sur indices ou sur actions.

Le fonds a baissé de 16% sur le trimestre, contre 25% pour le CAC 40 et 12% pour le MSCI world en euros. La baisse s'est répartie sur l'ensemble du portefeuille. Au fur et à mesure de la baisse, nous avons réduit nos couvertures jusqu'à zéro fin août avant d'en reconstituer une partie dans l'accalmie des marchés en septembre. Nous continuons à couvrir le fonds en vendant à découvert de l'indice américain élargi S&P 500 mais nous avons aussi couvert le risque de change euro/dollar. Il nous semble en effet que les indices européens commencent à valoriser une crise sérieuse alors que les indices américains n'ont encore que peu baissé alors qu'une crise forte en Europe les affectera aussi et que la reprise économique américaine est encore incertaine. Dans le même temps, dans un contexte de crise, le dollar pourrait poursuivre sa remontée.

Nous avons profité de la volatilité des marchés pour opérer de nombreux arbitrages ce trimestre. Nous avons allégé des valeurs défensives qui résistaient bien à la baisse du marché pour renforcer des lignes qui font partie de nos plus fortes convictions et qui offraient des points d'entrée intéressants.

Nous avons ainsi vendu **Google** qui a monté pendant ce trimestre, ainsi que l'opérateur téléphonique chinois **China Mobile**. Nous avons allégé la foncière **Terreis** et **Detour Gold**, une mine d'or qui est montée dans la crise.

Nous avons acheté quatre entreprises que nous connaissons très bien et qui sont des positions importantes dans nos autres fonds : **Kesa**, **1000mercis**, **Vet'Affaires** et **TGS**.

Kesa possède en France Darty qui génère la totalité des profits. Darty gagne des parts de marché régulièrement et a bien négocié son virage internet. La part des services dans la marge augmente chaque année si bien que la société est moins sensible à d'éventuelles guerres de prix. Ce joyau est valorisé moins de 5x les profits dans le cours de **Kesa** ! Dans le même temps, les filiales en Angleterre et dans les autres pays européens font des pertes mais nous ne pensons pas pour autant qu'elles aient une valeur négative. Leur restructuration est en cours et les concurrents, notamment en Angleterre, sont eux proches de la faillite si bien que la situation concurrentielle ne peut que s'améliorer.

1000mercis est un spécialiste de la gestion de base de données sur internet. La société est idéalement placée pour profiter de l'explosion du marketing sur réseaux sociaux et sur portables et les ratios de valorisation sont très faibles, à 10x les profits hors trésorerie.

La valorisation boursière de **Vet'affaires** étant passée sous les stocks, nous considérons que c'est un bon point d'entrée pour une société qui a toujours gagné de l'argent et dont le nouveau format de magasins est un succès.

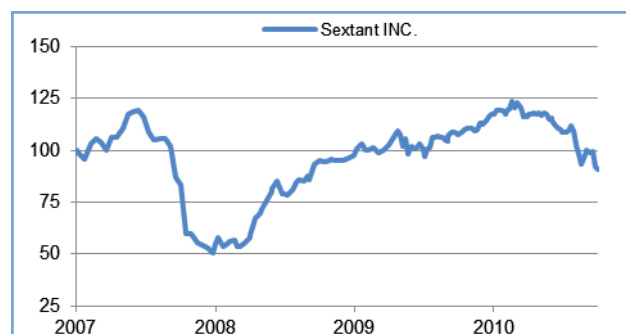
Enfin **TGS** est revenu sur des valorisations très basses dans le mouvement de baisse généralisée des actions liées aux matières premières alors que la société a prouvé dans la dernière crise que ses résultats étaient très résistants.

Du côté des ventes à découvert, nous avons achevé de couper nos positions vendeuses en **Opentable** et **Glu**, malheureusement trop précocement dans la baisse.

PERFORMANCES

	Sextant INC.
1 an	-15,17%
2 ans	-4,17%
3 ans	4,46%
2011	-22,45%
2010	20,33%
2009	78,70%
2008	-45,31%
2007*	2,94%

* Sextant INC. a été lancé le 7 février 2007 et a été investi à partir du 31 décembre 2007



Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.

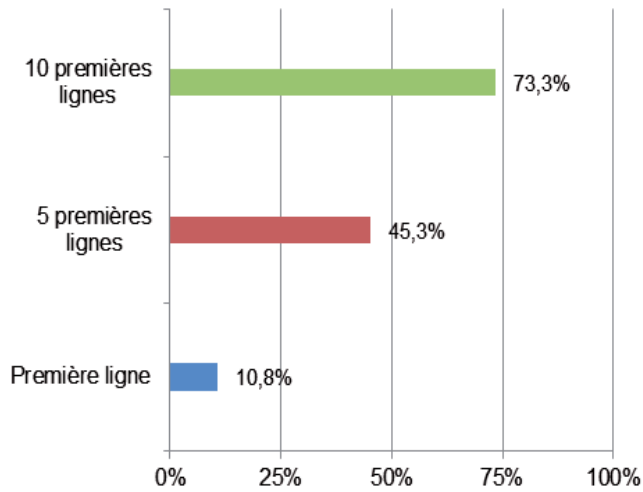
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
Passat	France	Biens de consommation
Francotyp	Allemagne	Services aux entreprises
TGS	Norvège	Energie
Bellatrix	Canada	Energie
Tessi	France	Finance

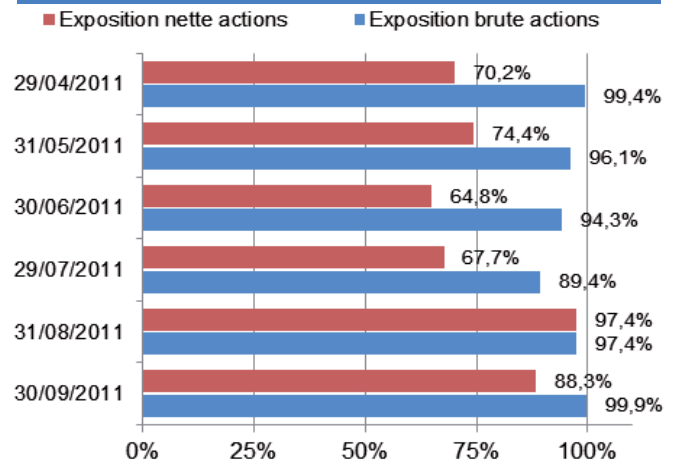




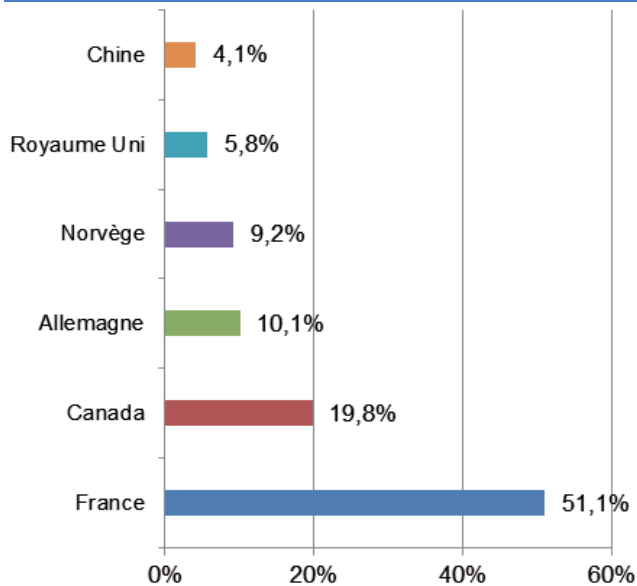
CONCENTRATION DU PORTEFEUILLE



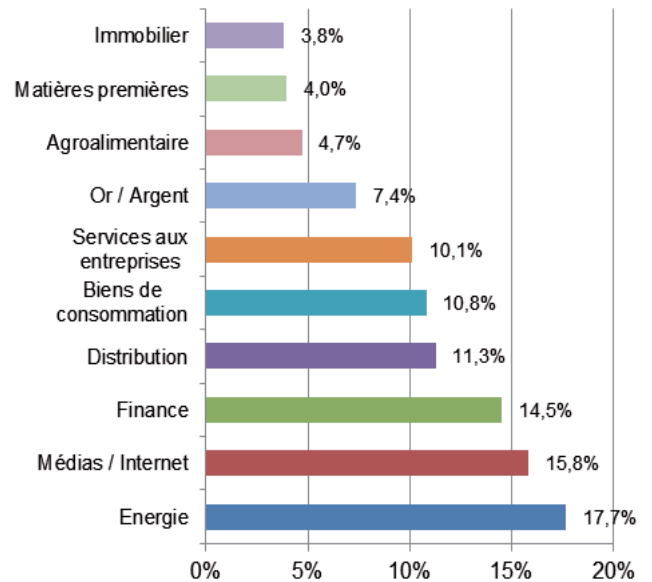
EXPOSITIONS AUX ACTIONS



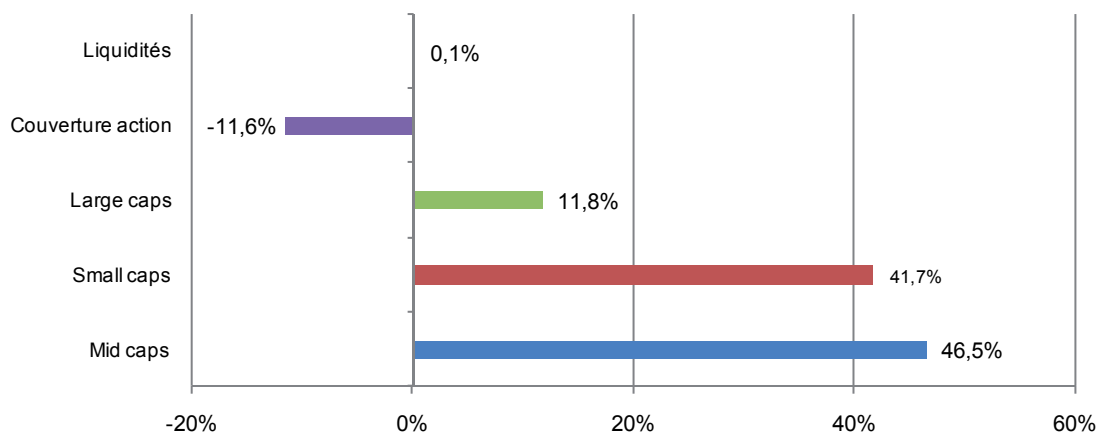
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TYPE D'INSTRUMENT



Avertissement :

Ce document, à caractère commercial, présente de manière simplifiée les caractéristiques des fonds.

Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer au prospectus simplifié, document légal faisant foi disponible sur le site internet de la société de gestion ou sur simple demande auprès de la société de gestion.

- les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps
- les performances sont présentées nettes de frais de gestion ; les indices de comparaison sont hors dividendes alors que la performance des FCP est coupon réinvestis.
- la durée minimale de placement recommandée sur les fonds d'Amiral Gestion est supérieure à 5 ans.

9 Avenue Percier 75008 Paris

Tel. +33 1 47 20 78 18

Internet www.amiralgestion.fr

Société de gestion de portefeuille – Agrément AMF n°GP-04000038 – 445 224 090 RCS Paris