



Chers Amis Investisseurs,

Vos FCP Sextant ont eu des performances très négatives depuis le début de l'année. Même si de fortes baisses et de longues périodes de sous-performance sont malheureusement inévitables dans la vie d'un portefeuille de conviction, nous en sommes sincèrement désolés. Toute l'équipe d'Amiral Gestion est toujours très investie sur les fonds Sextant, et bien sûr nous ne trouvons pas non plus cette situation très agréable. Mais nous l'avons déjà connue en gérant les fonds Sextant et à de nombreuses occasions auparavant. Les baisses nous redonnent des marges de sécurité, de nouvelles opportunités, et préparent les hausses de demain.

DES ERREURS EN 2008

Après 6 années de surperformance, où nous avons souvent bien résisté aux baisses grâce à beaucoup de prudence (beaucoup de cash, des entreprises peu ou pas endettées, et des multiples de valorisation très faibles), nos fonds ont amplifié la baisse des marchés. Le marché bien sûr peut se tromper sur la vraie valeur de nos entreprises. Il l'a fait de nombreuses fois en maltraitant certaines de nos participations favorites qui ont fini par magnifiquement performer sur le long terme. Néanmoins nous devons reconnaître que nous avons commis quelques coûteuses erreurs :

- Nous étions très inquiets de la hausse des prix de l'énergie et avons décidé pour la première fois de couvrir nos portefeuilles dès 2007. En choisissant des produits courts, nous avons fini par perdre patience et n'étions plus couverts au moment le plus critique. Notre plus grand regret est d'avoir sous-estimé la portée de la crise de crédit qui a fait plonger les marchés de façon tout à fait exceptionnelle. Nous ne sommes évidemment pas les seuls, une crise bancaire d'une telle ampleur demeure bien heureusement un événement très improbable statistiquement, mais nous devons à l'avenir prendre plus en compte l'occurrence de tels événements pour ne plus subir de si fortes baisses en améliorant notre gestion des couvertures.
- Nous sommes revenus trop tôt en début d'année sur certaines petites et moyennes valeurs dont la valorisation s'était déjà en partie effondrée. Dans un marché baissier, lorsque les problèmes de liquidités obligent les fonds à sortir du papier dont plus personne ne veut, tout est possible, même l'absurde. Nous l'avons vécu à de très nombreuses reprises depuis une vingtaine d'années. Il faut donc savoir faire preuve d'une grande patience. Et comprendre que le meilleur instrument de couverture est une bonne position cash.
- Le secteur pétrolier a attiré notre attention dès 2004 alors que les valeurs pétrolières étaient largement sous-valorisées au vu de leurs perspectives de croissance et de la hausse inévitable du baril. En 2007 et 2008 nous avons renforcé ces positions devant la hausse continue des prix de l'énergie. Nous savions que ce secteur était d'une très grande volatilité. Mais nous n'avons pas envisagé des évolutions aussi rapides à la hausse comme à la baisse. Lorsque le baril était à 140\$ l'été dernier, les valeurs pétrolières étaient valorisées avec un baril implicite entre 90 et 100 \$, ce qui nous paraissait une très belle marge de sécurité. Mais nous avons commis une grosse erreur en oubliant que si le baril baissait à 90\$, l'écart avec ce fameux baril implicite resterait dans des proportions relativement équivalentes. Aujourd'hui les pétrolières sont valorisées avec un baril entre 50 et 60\$. Elles se sont donc effondrées au cours de l'été. Beaucoup plus surprenant, les valeurs de services pétroliers ont suivi le même chemin alors que leurs cash-flows sont assurés parfois pour les 4 à 5 prochaines années par contrat. Nous avons clairement manqué de clairvoyance et de prudence. Nous aurions dû anticiper ce risque, connaissant bien la volatilité des prix de l'énergie.



EST-CE LA FIN DU MONDE ?

À court terme, avant de tous nous jeter par la fenêtre il est tout de même intéressant de rechercher les lumières à l'horizon. Elles existent. D'une part, la panique est totale. La peur s'est emparée de tous les épargnants qui n'osent même plus laisser leur argent à la banque. Nous ne sommes donc très certainement pas loin d'un point bas sur les marchés. En général, les marchés actions l'atteignent bien avant le fond de la crise, car ils anticipent. Je ne connais personne qui soit optimiste et l'expérience montre que c'est plutôt bon signe. D'autre part, je crois qu'il ne faut pas sous-estimer la formidable envie de consommer et de mieux vivre de nos amis des pays émergents. Ils disposent de fortes réserves financières, qu'ils vont pouvoir investir pour développer leur économie. Les Chinois et les Indiens doivent construire des aéroports, des transports en commun, des écoles et des hôpitaux, des milliers de tours de bureaux et de logements. Les citoyens du Golfe vont construire des villes nouvelles, acheter et aménager de nouvelles terres agricoles en Afrique, construire un pont entre le Yémen et Djibouti pour préparer le développement et le désenclavement de ces régions, construire des universités parce que leurs femmes vont finir par avoir droit à l'éducation comme tout le monde.

Il est certain aussi que les esprits vont se calmer sur les marchés du crédit. Sans confiance dans les banques et sans crédit à court terme pour faire fonctionner les entreprises, l'économie ne peut que s'effondrer. Les autorités monétaires, et les gouvernements, ne peuvent pas permettre une telle situation, et ils ont les moyens d'y apporter des solutions qui ont été en grande partie mises en place. Imaginer que les clients des banques perdent leurs avoirs me paraît absolument absurde. Si les gens y croient, c'est que le stress est à son maximum, et que le point bas est proche. Il y a aussi des situations techniques faciles à comprendre et qui ne seront que passagères : il y a de nombreux fonds qui sont obligés de vendre à n'importe quel prix pour faire face à de lourds retraits et à une nécessaire réduction de leurs effets de levier. Quand on ne vous fait plus crédit, ceux qui empruntaient pour faire des arbitrages sont obligés de déboucler leurs positions. Il y a donc une très grande probabilité que les actions soient à des prix tout à fait intéressants sur le long terme.

Bref il y a de l'espoir !

Il y a aussi Warren Buffett qui rachète à tour de bras. Quarante milliards de dollars depuis le début de l'année (Goldman Sachs, General Electric...), ce n'est pas rien. Buffett est probablement l'investisseur le plus patient que nous connaissions. Il n'achète pas toujours au plus bas, c'est la plupart du temps impossible, mais sur le long terme il ne s'est que rarement trompé.

NOTRE PORTEFEUILLE DE VALEURS

C'est là que réside notre plus grand espoir et notre confiance dans l'avenir.

Les valeurs pétrolières se sont véritablement effondrées et sont valorisées implicitement avec un baril inférieur à 60\$. Or si la consommation baisse dans les pays occidentaux, ce n'est pas le cas au niveau mondial. Et la production est au mieux stagnante. Le déclin naturel de l'ensemble des champs de pétrole du monde se situerait entre 2 et 5% par an. Ce qui veut dire qu'il faut mettre en production chaque année entre 1,5 et 4 millions de barils par jour de production supplémentaire pour simplement stabiliser la production mondiale. Or, à partir de 80\$, ce sont de très nombreux nouveaux projets dont la rentabilité deviendra incertaine qui seront abandonnés. La déplétion des champs pétroliers ne ralentit pas avec la récession, et les uns après les autres, les producteurs annoncent des baisses de production. Celle du Mexique par exemple s'accélère plus vite que prévu. La Russie, dont les experts



attendaient une hausse continue sur plusieurs années, a au contraire vu sa production commencer à décliner cette année. Ce pays est le premier producteur mondial avec 10 millions de barils par jour, et si sa production n'a baissé que de 0,4% en septembre par rapport à l'année dernière, ses exportations ont plus fortement chuté à 5,14 millions de barils par jour, soit une baisse de 10% ! La Russie est le deuxième exportateur mondial de pétrole, mais c'est aussi un pays où la consommation d'énergie progresse fortement. Comme dans tous les pays de l'OPEP.

Bien sûr la baisse des marchés a frappé tous les secteurs. Et nous approchons pour de nombreux titres des niveaux de valorisations sur lesquels nous avons de fantastiques marges de sécurité qui nous permettent de penser qu'il sera très improbable de perdre à long terme. Plus de 70% de nos entreprises disposent de trésoreries nettes largement positives.

Fred Olsen Energy est une société norvégienne qui possède des plates-formes de forage en eaux profondes, entre 500 et plus de 3000 mètres. C'est en eaux profondes que l'on trouve aujourd'hui du pétrole, au large du Brésil ou de l'Afrique. Pour explorer et développer les champs, on ne peut se passer de ces plates-formes coûteuses, 700 à 800 millions de dollars, et très longues à construire, 3 à 4 ans. La demande des compagnies pétrolières est très supérieure à l'offre et c'est ainsi que les profits des heureux propriétaires de plates-formes s'envolent. Le leader mondial dans ce domaine est **Transocean** dont nous sommes depuis longtemps actionnaires. Mais avec la correction récente sur les valeurs pétrolières, la valorisation de **Fred Olsen** est devenue curieuse : alors que le carnet de commandes représente plus de 3 ans de chiffre d'affaires, la capitalisation boursière représente à peine plus de 3 fois les flux de trésorerie des prochaines années. Autant dire que le marché n'accorde aucune valeur résiduelle à la flotte de **Fred Olsen** dès 2012 alors que **Transocean** a déjà signé des contrats à des prix records pour le même type de plates-formes jusqu'en 2016 ! Nous sommes relativement confiants sur l'utilisation de ces flux de trésorerie, **Fred Olsen** est une société très prudente et sauf opportunité exceptionnelle, ils devraient être servis aux actionnaires sous forme de rachat d'actions et de dividendes. Bien évidemment, la baisse du prix du baril peut inquiéter sur la demande pour des plateformes de forage. Néanmoins, les compagnies pétrolières qui les contractent utilisent pour calculer la rentabilité de ces contrats des prix du baril encore très inférieurs aux cours actuels, au maximum de 70\$ le baril. Cela explique que **Fred Olsen** vienne de signer des contrats à des niveaux records pour ces plates-formes malgré l'effondrement des prix du pétrole.

Google dont nous vous avons régulièrement parlé, est largement moins chère que lors de son introduction en bourse en 2004... avec un PE de 17X fois l'année en cours pour une croissance de 30% de ses profits. Avez-vous imaginé votre vie sur Internet sans **Google** ?

Gameloft est un rescapé de l'industrie des jeux sur téléphones portables. Il dispose de 20 millions d'euros de trésorerie au moment où ses concurrents font faillite les uns après les autres, au moment aussi où le marché va enfin exploser, grâce à la révolution Iphone. Chez Apple, on dit que l'Iphone est la meilleure plateforme portable de jeux au monde et qu'elle permet en plus de téléphoner. Ses ventes ont peu à craindre de la récession et les joueurs devraient apprécier de télécharger des jeux de qualité Nintendo DS pour 10 dollars au lieu de 40...

1000mercis.com a également une trésorerie abondante, environ 15 millions d'euros en fin d'année pour une capitalisation de 55, grâce à une patience remarquable dans l'utilisation des fonds levés lors de l'introduction en bourse. Hors trésorerie, la société est valorisée environ 6 fois les résultats pour une croissance annuelle de plus de 40% depuis sa création.

Nous détenons actuellement quelques sociétés sans doute moins remarquables et moins connues dont la valorisation est intrigante et sur lesquelles nous avons des potentiels de valorisation supérieurs à



300%. Le plus intéressant est que nous pouvons faire tourner nos portefeuilles, et vendre des titres faiblement valorisés pour d'autres qui sont donnés. Nous achetons des actions sur des valorisations inférieures à 3X les résultats ou 2X le résultat d'exploitation quand ce n'est pas ... en dessous du cash à la banque comme en 2002. Il est vrai qu'on ne peut pas faire confiance aux banques mais tout de même... Nous venons de racheter des titres d'une société pétrolière dont la capitalisation boursière est égale à son cash et qui produit du pétrole avec un prix de revient, hors amortissement, de 20\$ par baril !

OBJECTIF 500

Bien entendu, nous ferons tout notre possible et travaillerons toujours plus pour redresser la barre et retrouver les plus hauts sur nos fonds : 500 sur PEA et 180 sur Autour du Monde. Nous continuerons à investir dans notre équipe de gestion : nous sommes désormais 10 analystes et gérants. Nous devons bien admettre que nous n'avons pas la moindre idée de l'évolution à court terme de nos fonds. Lorsque la panique s'installe, tout devient possible. Mais les prix sont bradés. Pour ceux qui auront le courage d'acheter en pleine tourmente (en général un bon timing), nous supprimons les droits d'entrée pour une période de six mois, afin de réduire les effets de la volatilité.

Malgré nos erreurs, la baisse de nos fonds Sextant nous semble largement amplifiée par une crise de confiance jamais vue, sinon depuis un siècle, du moins depuis plusieurs décennies. Nous pensons que la fin de la crise de liquidités et le retour à la confiance favorisera la revalorisation de nos participations.

François