

Sextant Grand Large Rapport de gestion du premier trimestre 2010

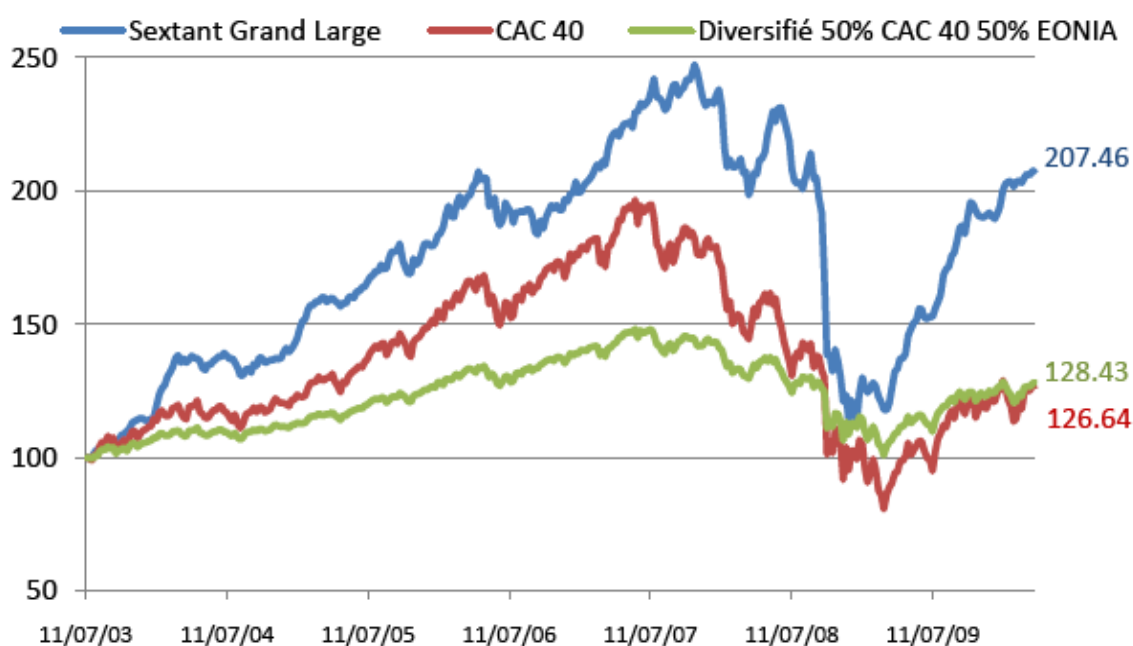
Le fonds Sextant Grand Large est un fonds flexible. Son objectif est d'investir en actions avec un souci particulier de préservation du capital. Pour ce faire, le fonds :

- privilégie des idées d'investissement présentant une marge de sécurité importante : sociétés dont l'activité est pérenne, la situation financière solide, et qui possèdent des actifs corporels importants...
- peut faire varier la part de son actif investie en actions entre 0% et 100%. Cette part investie dépendant des idées d'investissement de l'équipe d'Amiral Gestion, et non de considérations macroéconomiques.
- peut investir dans des obligations convertibles, des métaux précieux ou d'autres OPCVM grâce à son statut de fonds de fonds.

PERFORMANCES

L'actif net de Sextant Grand Large est au 31 mars 2010 de 16,97 millions d'euros. Cet encours modeste nous permet de saisir facilement les opportunités qui se présentent sur le segment des petites et moyennes valeurs.

Performances											
	1 an	3 ans	5 ans	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003 ¹
Sextant Grand Large	64,52%	-5,49%	30,93%	4,58%	61,70%	-49,19%	16,16%	12,69%	26,71%	24,72%	14,26%
CAC 40	39,91%	-29,46%	-2,55%	-5,78%	22,32%	-42,68%	1,31%	17,53%	23,40%	7,40%	13,37%
Diversifié 50% CAC 40 50% EONIA	20,15%	-9,04%	10,35%	-2,82%	12,00%	-21,19%	2,98%	10,26%	12,41%	5,61%	6,39%



Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de l'OPCVM, l'indice est hors dividendes alors que le fonds ne propose que des parts de capitalisation.

¹ Sextant Grand Large a été lancé le 11 juillet 2003


CINQ PREMIERES POSITIONS AU 31 MARS 2010

Libellé	Pays	Secteurs
Tessi	France	Finance
Passat	France	Médias / Internet
Oeneo 7.000% 31-Mar-2017 ORA	France ORA ²	ORA
Boiron	France	Santé
Pharmagest Interactive	France	Santé

Plus de 55% de la part du portefeuille investie en actions est restée inchangée au cours du trimestre.

Passat

Passat a pleinement réussi son retournement sous la direction de la famille Broszio. **Passat** est spécialisé dans la vente assistée par la vidéo de produits innovants dans l'outillage, le jardinage et la décoration. Le chiffre d'affaires est reparti à la hausse en 2009 tant en France et en Espagne qu'aux Etats-Unis et chaque division géographique a vu sa rentabilité atteindre des niveaux très satisfaisants. La valorisation reste extrêmement basse, autour de 3 fois le résultat d'exploitation 2009.

Boiron

Boiron est le leader mondial de l'homéopathie et des produits de spécialité associés (OTC) qu'il commercialise dans 17 pays. Son potentiel de croissance offre une bonne visibilité avec la tendance mondiale en faveur de l'automédication et des produits naturels. La société est également protégée par de grosses barrières à l'entrée que sont la R & D et son outil industriel.

Boiron vient de terminer une phase de restructuration suite au rachat de son principal concurrent, les laboratoires Dolisos en 2004 et d'où un fort levier opérationnel dans les années à venir. Ce levier s'est d'ores et déjà concrétisé en 2009 avec une progression de la marge opérationnelle de 12.3% à 17.4%. Cette progression, bien qu'amplifiée par les ventes dues à la grippe A est largement structurelle.

La valeur d'entreprise ne représente que 6,5x fois le résultat d'exploitation 2009.

UTS Energy

Nous avons allégé **UTS Energy** suite à la hausse du cours.

MOUVEMENTS ET ARBITRAGES
ACHATS
Tessi

Nous avons renforcé notre position en **Tessi** qui devient la première ligne du fonds en passant de 4,89% à 8,24% du portefeuille.

² Obligation Remboursable en Actions

La société détient des parts de marché très fortes dans les métiers du traitement de chèque, du traitement de l'or et des devises, du traitement de documents et des services marketing. Les résultats de la société ont au moins doublé en 2009, si bien que la société se paye moins de 7x ses résultats. La solidité de ces positions de Tessi sur les chèques et l'activité Or-Devises a été vérifiée par un travail d'enquête.

Le marché attribue volontiers la progression des résultats à la seule activité or, qui a profité de la hausse du prix et des volumes de transaction sur le métal jaune. En réalité, la progression s'explique tout autant par la vente ou la restructuration d'activités en pertes (les activités de transports de fonds, celles achetées à Cegedim) et Tessi est beaucoup moins sensible à la tenue du cours de l'or qu'il n'y paraît.

Tessi pourrait par ailleurs bénéficier de l'ouverture cette année du marché brésilien du traitement de chèques.

Pharmagest

Nous avons renforcé la position du fonds en **Pharmagest** qui passe de 3,85% à 4,73% du fonds.

La société équipe 43% des pharmacies françaises avec son logiciel LGPI. A cette base d'activité très récurrente, la société développe de nombreux services périphériques à valeur ajoutée et à très fortes marges (publicité sur le point de vente, télétransmission, accès internet sécurisé, outils de gestion des stocks...), d'où un fort potentiel de progression des résultats dans les années à venir. Le groupe se développe également à l'international et sur le marché prometteur des maisons de retraite.

Valorisé à peine 7.5x son résultat d'exploitation, son potentiel ne nous semble pas pris en compte par le marché.

Vet'Affaires

Nous avons renforcé la position du fonds en **Vet'Affaires** qui passe de 2,57% à 4,41% du fonds. Après des années où la société a su préserver sa rentabilité malgré un trafic en magasin décroissant, nous pensons que **Vet'affaires** a mis en place les conditions d'un retour de la croissance à surface comparable qui devrait avoir un fort effet de levier sur les résultats.

A environ 0,2x le CA et moins de la moitié des stocks, la valeur d'entreprise nous paraît très basse.

Google

Nous avons initié une ligne en Google. **Google** a déjà largement participé à la performance de Grand Large en 2009, à une époque où tout ce qui touchait de près ou de loin à la publicité était maudit par les marchés financiers. Cette année, les circonstances ont bien changé mais la valorisation de Google est redevenue très raisonnable grâce à l'imbroglio lié à son retrait de Chine avec un PER de 16/17x 2010, hors trésorerie, ce qui correspond à la moyenne des indices américains. Nous pensons que Google garde un potentiel de croissance très supérieur dans le mobile, malgré la concurrence potentielle d'Apple, dans les applications bureautiques en ligne et avec Youtube qui est désormais le premier média du monde en termes d'audience.

Gameloft

Nous avons renforcé la position du fonds en **Gameloft** qui passe de 2,70% à 3,15% du fonds. Nous sommes persuadés que le succès des jeux sur iPhone sera bientôt répliqué sur tous les autres téléphones évolués et que cela permettra à Gameloft de changer de taille. Il faut savoir que **Gameloft** est aujourd'hui le deuxième vendeur de jeux sur iPhone et a développé une capacité unique au monde de développements à bas coût de jeux de très haute qualité qui vient encore de faire ses preuves sur l'iPad. C'est la solidité de cet actif qui justifie notre investissement sur Grand Large.



Francotyp

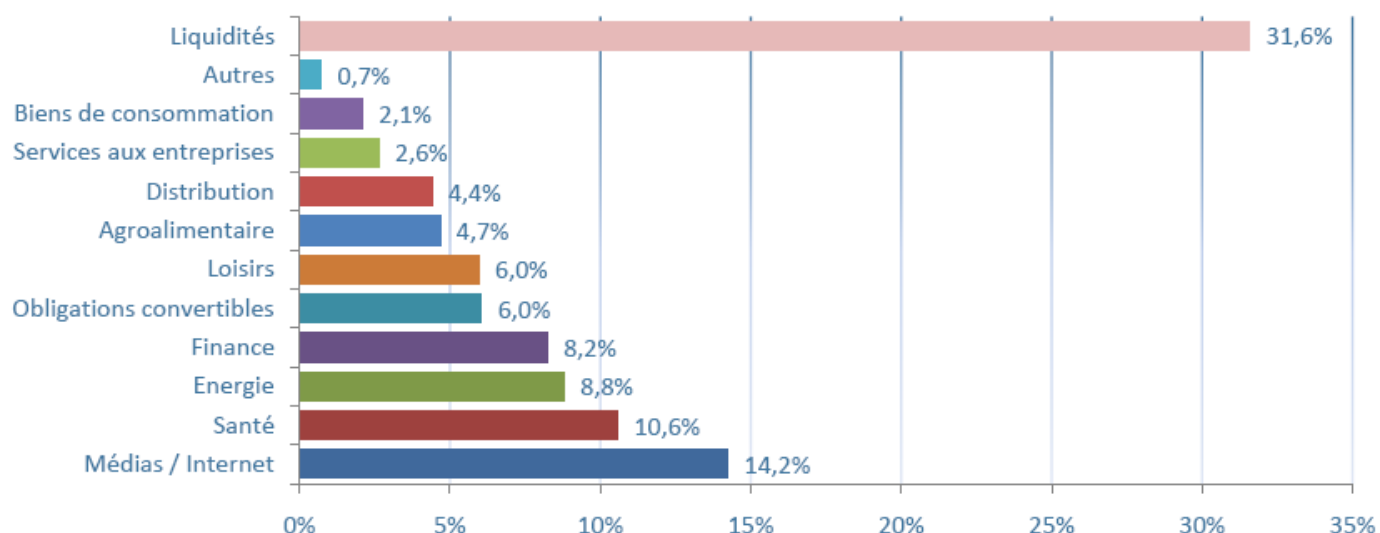
Nous avons initié une ligne en **Francotyp**. La société fabrique et vend des machines à affranchir. Elle a le plus grand parc installé en Allemagne et des positions grandissantes en Amérique du Nord et en Angleterre. Le parc installé génère des revenus récurrents qui assurent la stabilité des résultats. La société a fortement baissé ses coûts, ce qui lui permettra de profiter pleinement de la reprise des ventes de nouvelles machines qui se dessine. La valorisation est très basse à 0.5x le CA alors que les marges d'EBITDA sont supérieures à 20%.

VENTE

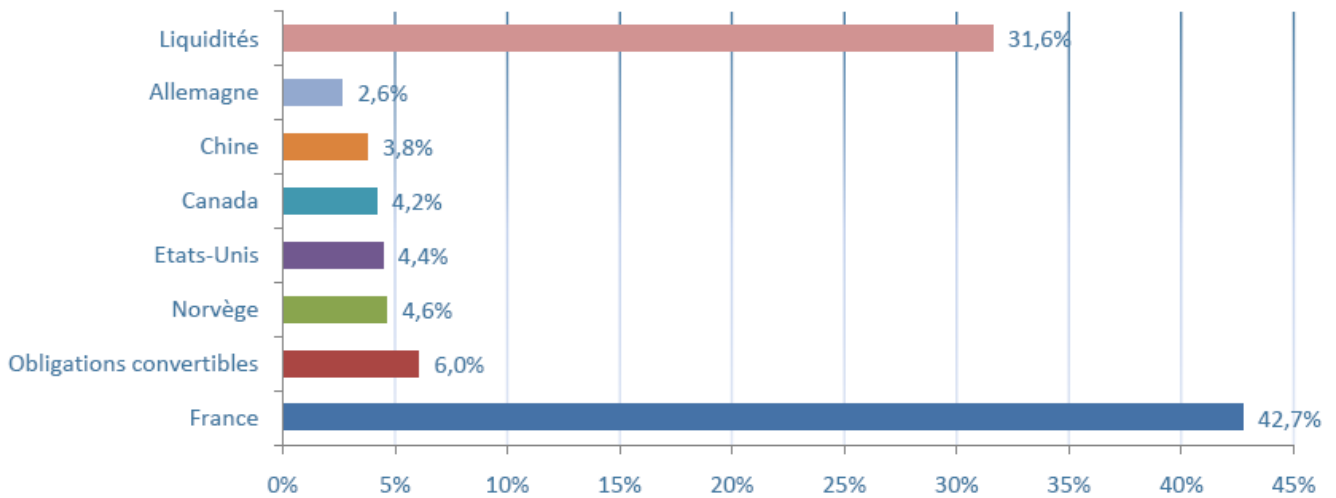
Nous avons soldé nos positions en

- **Hongguo** : nous avons apporté nos titres à l'offre de retrait présentée par la société. Malgré la plus-value, nous regrettons de ne pas avoir pu accompagner la société plus longtemps.
- **Compagnie des Alpes** : nous avons vendu cette belle société au regard des opportunités d'arbitrage qui s'offraient à nous.
- **Maurel et Prom** : nous pensons que l'investissement récent au Nigéria change le profil de risque de la société dont le portefeuille d'exploration a finalement été restreint à la suite de nombreux échecs. En conséquence, nous estimons qu'elle n'a plus sa place dans un fonds prudent comme Grand Large.
- **Neurones** : nous avons pris nos bénéfices sur cette très belle société dont nous continuons d'apprécier l'historique et la qualité de la direction.

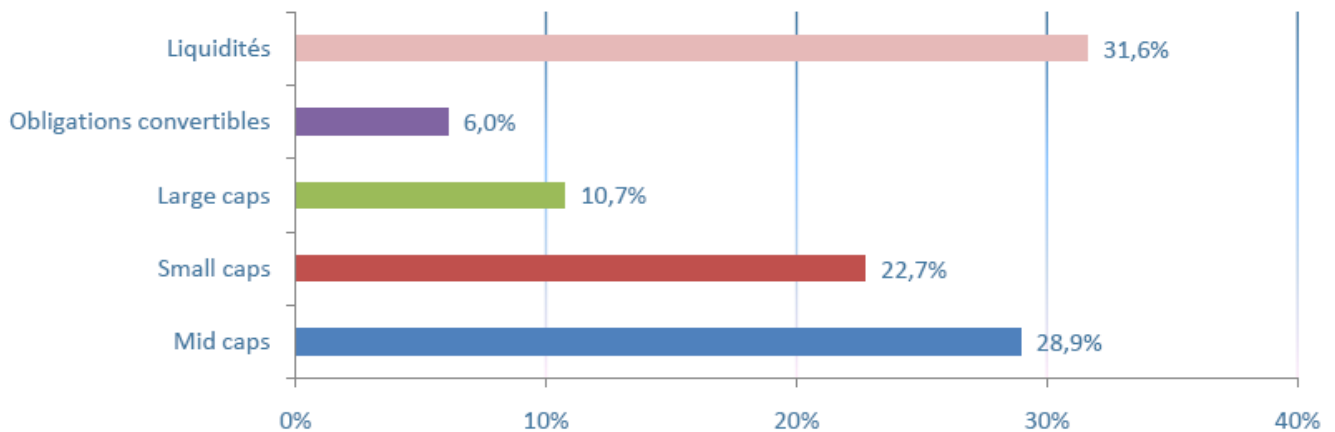
REPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF



La répartition sectorielle équilibrée reflète l'absence de choix macro-économiques dans le fonds et résulte de fortes convictions sur des valeurs individuelles. Nous conservons une proportion importante de liquidités.

REPARTITION GEOGRAPHIQUE DE L'ACTIF


Notre allocation géographique résulte elle aussi de nos choix de titres individuels.

REPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION :


Sextant Grand Large conserve une pondération importante sur les petites et moyennes valeurs. Ce choix contrariant est dicté par des valorisations très attractives. La petite taille du fonds est un atout pour investir sur les plus petites capitalisations sans contrainte de capacité.

PERSPECTIVES

Nous voulons rester disciplinés dans un contexte de marché où les valorisations nous semblent parfois excessives, y compris dans le segment des petites et moyennes valeurs, les marchés n'ayant pas hésité à anticiper un rebond durable des profits de certaines valeurs cycliques. Nous garderons donc une marge de sécurité très élevée sur les titres présents dans Grand Large.