



Chers Amis Investisseurs,

Pour la quatrième année consécutive, nous vous avons délivré de remarquables performances. Après +14% en 2002, +63% en en 2003, +30% en 2004, Sextant PEA a progressé de 31% en 2005. Cela fait tout de même 220% de hausse sur quatre ans, pendant que le CAC 40 faisait du surplace (+6% du 11 janvier 2002 au 31 décembre 2005).

Sextant Grand Large n'est pas en reste. En hausse de 80% sur 2 ans et demi, pour un fonds investi en moyenne à 50%, c'est plutôt bien.

Notre nouveau fonds Sextant Autour du Monde quant à lui a très bien démarré son existence puisqu'il fait déjà partie des meilleurs de sa catégorie, en hausse de plus de 20% sur 6 mois.

Alors bravo Amiral Gestion ? Notre équipe de gestion a en tout cas été adoubee de AAA par la société londonienne Citywire, ce qui en fait une des meilleures équipes en Europe (9ème sur plus de 1000 gérants, nous essaierons de faire mieux la prochaine fois) C'est un institut de notation de fonds très malin. Au lieu de noter les fonds, ils notent les gérants. Comme je vous l'ai déjà dit, ce n'est pas la société de gestion X ou la banque Y qui gère votre argent, mais des hommes et des femmes. Alors vous avez intérêt à les connaître un peu avant de leur confier vos économies. Pour nous connaître, vous pouvez lire nos lettres, venir à nos réunions, et désormais vous appuyer sur Citywire.

Bravo, pour les quatre années passées, peut-être. Pour l'avenir, c'est beaucoup moins sûr. C'est l'AMF, et le bon sens, qui vous préviennent : « *les performances passées ne préjugent pas des performances à venir* ». Bon, ça, on est obligé de vous le dire. Mais il y a beaucoup plus grave. J'ai lu récemment une étude statistique sur les performances des excellents gérants de portefeuille. Malheureusement je l'ai égarée entre la pile de livres qui s'accumulent sur la droite de mon bureau et la pile de magazines qui s'étalent à ma gauche. Je ne peux donc vous en parler que de manière approximative et sans vous en citer l'auteur. Admettons que nous soyons d'excellents gérants de portefeuilles (pourquoi pas après tout, ce n'est tout de même pas de la physique quantique). Cette étude nous explique qu'un excellent gérant de portefeuille qui bat en moyenne les indices de 5% par an avec une volatilité dans la moyenne basse devrait avoir une performance exécrable une fois tous les dix ans. On pourrait en conclure que plus nous aurons de bons résultats, plus nous aurons de chance de connaître une mauvaise année. Par exemple si nous avons 9 années de suite de très bons résultats, on pourrait dire que nous aurons 100% de chance de faire une très mauvaise perf la dixième année. C'est faux bien sûr, en théorie chaque année les compteurs sont remis à zéro et le bon gérant a toujours 9 chance sur 10 de faire une bonne année. En conclusion, que vous dire ? Malheureusement que nous ne sommes pas sûrs de grand-chose à court terme. Tout peut arriver. Nous pourrions faire une, deux ou même trois années de suite de mauvaises performances. En revanche, sur le long terme, nous avons des convictions très fortes. Tout peut arriver, et surtout que nous gagnions ensemble encore beaucoup d'argent.

2005 : COMMENT RATER TOUTES LES FUSÉES.....

Mes petits camarades de jeu ont déjà écrit les bilans 2005 de nos trois FCP. En clair, nous n'avons pas été très performants sur la France l'année dernière. Romain Burnand de Moneta Asset Management, que je considère comme étant un des meilleurs gérants à Paris, faisait remarquer que sur le troisième trimestre 2005, deux valeurs, Vallourec et Alstom, ont contribué à un tiers de la hausse de l'indice Mid 100, tandis que 43% de la hausse de l'indice Mid 90 étaient dus à deux autres valeurs, Nexity et



Soitec. Nous ne sommes pas là pour répliquer les indices. Et comme on ne comprend rien aux boîtes techno, on a loupé Soitec. Je pense que ceux qui en ont bien profité l'année dernière sont en grande partie les mêmes que ceux qui ont perdu leur chemise quand les valeurs technos se sont effondrés de 2000 à 2002. Pour jouer Alstom, il fallait aussi aimer jouer les restructurations qui souvent se terminent en catastrophe. Sauf quand c'est un type comme Patrick Kron qui est aux commandes. Là on n'a pas été bon et on aurait pu peut-être s'en apercevoir. Pour Vallourec, je ne sais pas. C'est une valeur que j'ai vue recommandée 100 fois à l'achat par tous les analystes depuis 20 ans et qui n'a pas arrêté de décevoir. Ça a dû m'aveugler. Quant à Nexity, j'ai acheté un appartement en 1990 que j'ai revendu en 1997. Je suis archi nul en immobilier. Je n'ai donc même pas cherché à comprendre cette valeur. So sorry. Plus surprenant, alors que nous pensions plutôt bien comprendre Internet, nous n'avons que très peu profité des formidables hausses de Hi-Média et ArtPrice. Pourtant nous avons suivi avec attention les parcours de ces deux sociétés, dont nous étions probablement les plus gros actionnaires en 2004 parmi les FCP. Mais on ne peut pas tout comprendre, c'est comme ça. Et nous n'avons pas compris leurs formidables potentiels économiques. Pour être positif je dirai que nous sommes aussi très prudents. Quant tout le monde paniquait sur ces valeurs, nous avons su repérer une vraie marge de sécurité. Puis quant elles sont devenues à la mode, nous sommes sortis. Beaucoup trop tôt. Nos excuses à genoux, surtout aux managers de ces sociétés pour ne pas leur avoir accordé toute la confiance qu'ils méritaient.

SE PRENDRE QUELQUES MISSILES....

Mais ce n'est pas tout. En novembre 2004, nos deux plus grosses positions étaient LDLC et Vet'Affaires, pour à peu près 20% du portefeuille. Nous les avons achetées à des prix dérisoires. Nous avons fait jusqu'à fois 30 sur LDLC pour une partie de la ligne. Un an plus tard, fin 2005, ces valeurs ont vu leur cours divisés par trois. C'est ce qu'on appelle une grosse claque. Nos résultats auraient donc pu être catastrophiques l'an passé. Parfois je me demande comment on s'en est sorti. Tout faux. Sauf que.....

.... ET S'EN SORTIR VIVANT :

Les supers Managers à la rescousse

Nous sommes très attachés à nos belles valeurs, mais nous restons vigilants. Nous avons donc souffert en 2005 (il y a aussi Gifi qui a beaucoup baissé, et on aime bien les patrons), mais nous avons su fortement alléger nos lignes aux premiers signes d'orage durable. Quelque part c'est un peu rassurant de voir qu'on est capable de se sortir de situation délicate. Et puis il y a aussi les belles histoires. Chez Toupargel et Aufeminin, il y a des gens étonnants qui font un boulot incroyable. Ils nous bien aidés à traverser l'année avec finalement beaucoup de succès.

Le pétrole, l'acier et les mers lointaines

Depuis septembre 2004, nous sommes très positifs sur les pétrolières. Nous vous avons en partie expliqué pourquoi dans notre lettre d'avril 2005. C'est en partie cela qui nous a donné envie d'investir à l'international. Parce qu'en France nous n'avons pas trouvé d'entreprises qui nous auraient permis d'investir massivement sur ce secteur. Pourtant il y en a chez nous, des pétrolières et des parapétrolières. Mais aucune société sur laquelle nous nous sentions très à l'aise. Nous cherchions des sociétés produisant dans leur pays d'origine, pour le risque politique, avec des réserves longues ou très



longues pour la visibilité. Nous avons trouvé Statoil en Norvège, PetroChina en Chine, Petrobras au Brésil, et surtout des sociétés au Canada qui ont... de 50 à 200 ans de réserves. Pour nous, c'est un investissement fantastique pour les 30 prochaines années, voir plus. Du long terme n'est-ce pas ?

Sous la menace physique de mon partenaire Julien Lepage (qui est champion de Badminton, un sport de fille), j'ai fini par acheter un peu d'IMS en 2005. Heureusement Julien, lui, avait fait le plein. C'est une belle société qui vaut moins cher que ses capitaux investis (ce qui veut dire en gros que ça coûterait plus cher d'investir pour aménager des entrepôts et acheter un stock que d'acheter simplement la société avec en prime son carnet de clients) et qui est indispensable à l'économie du pays. IMS, on ne peut pas s'en passer. Cela ne peut donc pas disparaître, parce que personne n'a intérêt à lancer un concurrent : il vaudrait mieux les racheter. C'est bien géré, ce n'est pas cher du tout (un PER de 4 débuts 2005...). On aime et on en a beaucoup (presque 8% des portefeuilles). Et on a fait une très belle performance avec IMS en 2005.

Camaïeu : bon voyage à nos managers favoris !

Vous pouvez toujours aller vous habiller chez Camaïeu. Les collections sont de plus en plus belles, les vendeuses de plus en plus sympas. Et il y a de plus en plus de beaux magasins, en Pologne, en Hongrie et même en Espagne, le fief de Zara. Mais nous ne sommes plus actionnaires.

Camaïeu, c'était en 2002 la première ligne de Sextant PEA, pour 10% du portefeuille. J'aurais bien tout mis dessus à l'époque, mais c'est interdit par l'AMF. Dommage, à 23 euros ce n'était pas très cher. C'est parce que j'avais cette conviction si forte sur cette entreprise que j'ai décidé de me lancer dans la gestion professionnelle. Nous avons acheté nos derniers titres à 66 euros fin 2004, quand il y avait un gros vendeur sur le (Monsieur) Marché. Good times. Début 2005, nous n'avons pas vendu nos titres après l'annonce d'OPA à 85. Nous les avons finalement apportés il y a un mois à 130 euros à la deuxième OPA sur la valeur. Nous souhaitons bonne chance au management de l'entreprise pour son LBO. Sans nos managers favoris, l'avenir sera un peu plus difficile pour les fonds Sextant !

2006 – 2026

Bill Miller est un des meilleurs gérants de portefeuille du monde. Un type phénoménal. Vous feriez bien d'écouter ses conseils. C'est ce que nous faisons. Pour nous c'est un modèle, et nous essayons de nous inspirer de ses méthodes de prises de décisions et de sa philosophie. En général, il a toujours raison. Il pense que le cours du baril va redescendre vers 40\$ cette année. En tout cas c'est ce qu'il disait fin 2005. Il a peut-être changé d'avis, je ne sais pas. Si il voit juste, sachez que 2006 sera une très mauvaise année pour Amiral gestion. A court terme, nous prendrons une bonne grosse claque. A long terme, nous serons encore plus riches, je vous expliquerai nos idées là-dessus dans la prochaine lettre. En attendant sachez que même Bill Miller peut se tromper. D'ailleurs il n'a pas acheté de pétrolières en 2004, alors que les signaux étaient relativement évidents. Bill Miller, Warren Buffett, et tant d'autres sont des dieux pour nous. Mais lorsque nous avons une conviction, ce n'est pas très facile de nous faire changer d'avis. On écoute avec attention les avis contraires, on essaye de comprendre l'argumentation, de débusquer les idéologies et les idées préconçues (surtout les nôtres). Mais après, nous restons indépendants. Personne ne nous empêchera de réfléchir.

Je pense que nous garderons certaines de nos valeurs pour les vingt prochaines années. Canadian Oil Sand Trust (COS) par exemple. Nous avons rencontré le management en septembre à Calgary (nos « Vacances au Canada »). Ce meeting m'a rappelé le nom d'une descente à ski que j'avais faite il y a



quelques années, pas loin des champs de pétrole de COS, en poudreuse entre les sapins : « *Better than Sex* ».....

Merci en tout cas pour votre confiance, 1000mercis aussi à tous les super managers qui nous permettent de vivre notre passion en pariant sur leur réussite.

À bientôt

François

