

Lettre

Sextant *Octobre 2012*

Sommaire

«Iriez-vous dîner chez un restaurateur qui ne goûte jamais à sa propre cuisine ? »

Les rapports de gestion trimestriels des fonds Sextant



«Iriez-vous dîner chez un restaurateur qui ne goûte jamais à sa propre cuisine ? »

On vous a déjà parlé de l'indicateur SFAF dans une lettre précédente, mais connaissez-vous le "Tremble Factor". Le facteur de tremblement pour ceux qui n'ont pas fait Cambridge. C'est un concept de l'économiste Paul Rosenstein-Rodan, qui remet au goût du jour les bonnes vieilles méthodes de l'empire romain. On se souvient de la crucifixion, pour les voleurs et autres visionnaires gênants. Il y avait aussi des épreuves plus amusantes, et un peu moins risquées, dans le business très lucratif à l'époque de l'arche romaine.

On raconte qu'après avoir posé la dernière pierre à une arche, l'architecte devait se tenir sous la clef de voûte au moment où était retiré l'échafaudage soutenant l'édifice. Si le pauvre homme avait commis quelques erreurs de calcul ou mal supervisé la construction, il était le premier à s'en rendre compte.

« C'est ainsi que son souci de la qualité de l'arche était intensément personnel, et il n'est pas étonnant que tant d'arcs en plein cintre soient encore debout. »

Le Tremble Factor, dans le monde de la gestion de portefeuille, consiste à vérifier que le professionnel qui s'occupe de votre argent goûte lui-même à sa propre cuisine, en investissant une partie significative de son patrimoine dans ses propres fonds. Évidemment ce n'est pas très facile à vérifier, mais finalement il n'y a pas trop de menteurs, alors vous pouvez toujours poser la question.

À mon plus grand regret, la plupart des gérants ne se tiennent pas sous l'arche de leurs convictions. Le plus souvent parce qu'ils participent à un business de collecte de fonds, où il faut offrir des produits adaptés, non pas à la personnalité et au savoir-faire du gérant, mais aux besoins des clients. C'est tout à fait respectable et probablement utile à la société.

Chez Amiral Gestion, on ne peut pas dire que la collecte de fonds soit notre spécialité, peut-être parce nous ne créons des fonds que pour y investir au départ nos propres capitaux. Nous avons la chance de pouvoir travailler avec un autre modèle. Évidemment, nous souhaitons que notre société soit rentable et pérenne. Mais avant tout, nous voulons rester des investisseurs responsables. Investir notre argent ainsi que le vôtre dans des entreprises aux activités simples et compréhensives à des prix raisonnables.

Comme évoqué, il est pour nous important d'investir à vos côtés dans nos fonds, nous apprécions également que les dirigeants des entreprises que nous sélectionnons le soient dans leurs entreprises. Parmi les dirigeants actionnaires qui se sont renforcés récemment, les exemples sont nombreux, Jacquet Metal Service, Next Radio TV, Precia, Oeneo, Linedata, Esi Group, U10 ou encore Thermador.

Il ne s'agit pas d'un critère d'investissement exclusif, nous ne cherchons pas à suivre des cadres dirigeants ou autres sportifs de haut niveau pariant sur l'avenir d'un cours de bourse ou d'un match de handball. Les achats d'actions par le management ne sont pas toujours prédictifs du comportement boursier, nous recherchons simplement à travers ce critère à valider l'implication des équipes dirigeantes sur le long terme.

D'ailleurs, après avoir dit tout cela, comment ne pas penser à Warren Buffett et la belle aventure de Berkshire Hathaway...

Il y a des milliers de FCP disponibles pour un épargnant Français, ce n'est pas très facile de choisir. À votre place, je poserais la question de l'architecte romain avant de prendre ma décision. La plupart des bons gérants que je connais investissent dans leurs fonds et de manière significative, comme chez nous. Au risque de se prendre une arche sur la tête, bien sûr...

François


RAPPORT DE GESTION DU 3E TRIMESTRE 2012
COMMENTAIRES DE GESTION

Votre fonds Sextant PEA a progressé de 5% au 3^{ème} trimestre.

La progression depuis le 1^{er} Janvier 2012 est de 11,4%.

Les « mid et small caps » représentent 80% de l'actif investi de Sextant PEA. Malgré une bonne performance à long terme par rapport aux indices large caps, ce segment est toujours manifestement sous-évalué et les opportunités sont nombreuses.

Les temps sont durs mais la capacité d'adaptation des valeurs moyennes est réelle et probablement meilleure que celle des grandes entreprises du fait de leur taille (prises de décisions et implémentations plus rapides), et de dirigeants qui maîtrisent bien l'environnement de leurs métiers.

Une étude récente a démontré que la surperformance des entreprises familiales du Stoxx 600 atteint respectivement 32%, 26% et même 60% au cours des 3, 5 et 10 dernières années. L'essentiel du patrimoine de ces familles est dans l'entreprise, ce qui peut laisser penser que leurs intérêts sont alignés avec ceux des actionnaires minoritaires. C'est en grande partie la philosophie qui anime et continuera d'animer notre stratégie de gestion.

L'été a cependant été principalement favorable aux grandes valeurs, en particulier le secteur financier qui a largement bénéficié des annonces de la BCE. Les valeurs moyennes ont surtout amorcé leur reprise en septembre.

Les publications du portefeuille ont été globalement très satisfaisantes malgré le contexte, avec un message de prudence réitéré par les valeurs industrielles ou cycliques.

Les principales hausses ce trimestre ont été les valeurs internationales de Sextant PEA comme **Google**, **Oriental Watch**, **Bellatrix** et **Debenhams** en hausse de 20 à 30%. En terme de contribution (performance x poids dans le fonds), les 5 meilleures sont **Bellatrix** (pétrole Canada), **Francotyp** (petit Neopost allemand), **Renault**, **Darty** et **Gameloft**.

Du côté des contre-performances boursières ce trimestre, figurent **Vet'Affaires**, **Tipp 24**, **Oeneo**, **CA Nord de France** et **Imperial Tobacco** mais avec une faible contribution négative.

Parmi les principaux mouvements, nous avons largement renforcé notre position en **Interparfums**, très belle société de croissance qui a connu ces derniers mois une incertitude forte sur le devenir de sa première licence, Burberry, Le contrat a pris fin et **Interparfums** sera indemnisé de l'ordre de 180M€. Il faut donc regarder la valorisation de ce point de vue. Nous avons une grande confiance sur une utilisation optimale du trésor de guerre pour développer de nouvelles licences. **Interparfums** fera en 2013 le même chiffre d'affaires qu'en 2007 et se paye le même niveau de PER. La différence est qu'il y a désormais près de la moitié de la capitalisation boursière en trésorerie !

Nous avons renforcé notre ligne en **Parrot** qui a fait l'objet d'un commentaire dans le rapport de gestion du trimestre précédent. La croissance déjà forte va trouver un soutien de « l'effet de base » de l'année dernière à la même époque. Les nouveaux produits sont prometteurs et financent les investissements importants dans la voiture connectée dont les effets se feront sentir à moyen terme.

Parmi les nouveaux investissements importants, **Canal +**, une société au statut quelque peu hybride et qui fonctionne dans la

pratique comme une obligation. La structure cotée nous donne droit à un résultat garanti en croissance régulière jusqu'en 2050 avec un rendement égal à 5,6% au cours actuel. Compte tenu de la trésorerie et des résultats non distribués, un taux d'actualisation d'environ 12% est nécessaire pour justifier le cours actuel. Cela nous paraît trop faible, d'autant que les réflexions en cours de Vivendi sur son périmètre d'activité pourraient catalyser le potentiel du titre.

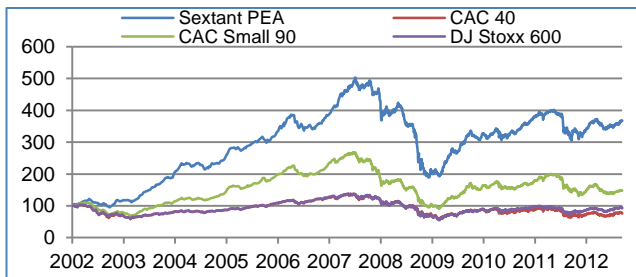
Synergie est revenue dans le portefeuille à la faveur d'une opportunité de marché. Cette société de travail temporaire surperforme chaque année ses concurrents. Au cours actuel, la valorisation apparaît bradée. La société capitalise en effet 7 fois les bénéfices d'une année de basses eaux. Par ailleurs, la moitié de son bilan est constituée des créances clients qui apportent une sécurité non négligeable en cette période d'incertitudes.

Du côté des cessions, plusieurs allègements ont été réalisés avec **Stallergenes**, **Darty**, **Debenhams** et **CA Nord de France**. Nous avons apporté à l'OPA nos dernières actions **LeGuide.com**.

Au 30 Septembre, le fonds dispose de 7% de trésorerie. Le fonds mixe toujours des sociétés de croissance, largement exposées à l'international et aux émergents avec une valorisation raisonnable comme **Oeneo**, **Parrot**, **Gameloft** ou **Trilogiq** et des sociétés plus « européennes » comme **1000mercis**, **Nextradio**, **Passat**, **Precia** ou **Jacquet Metal** confrontées à la conjoncture dégradée mais dont la valorisation est extrêmement basse et/ou les rendements de dividende élevés nous permettent de patienter en attendant une éclaircie.



PERFORMANCES



	Sextant PEA	CAC 40	CAC Small 90	DJ Stoxx 600
2012	11,4%	6,2%	4,4%	9,8%
2011	-11,6%	-16,9%	-18,0%	-11,3%
2010	18,3%	-3,4%	10,9%	8,6%
2009	61,8%	22,3%	58,7%	28,0%
2008	-58,4%	-42,7%	-54,2%	-45,6%
2007	21,7%	1,3%	-4,9%	-0,2%
2006	19,9%	17,5%	16,4%	17,8%
2005	31,4%	23,4%	38,6%	23,5%
2004	30,0%	7,4%	28,1%	9,5%
2003	64,0%	16,1%	37,5%	13,7%
2002*	14,7%	-31,1%	-21,3%	-30,5%

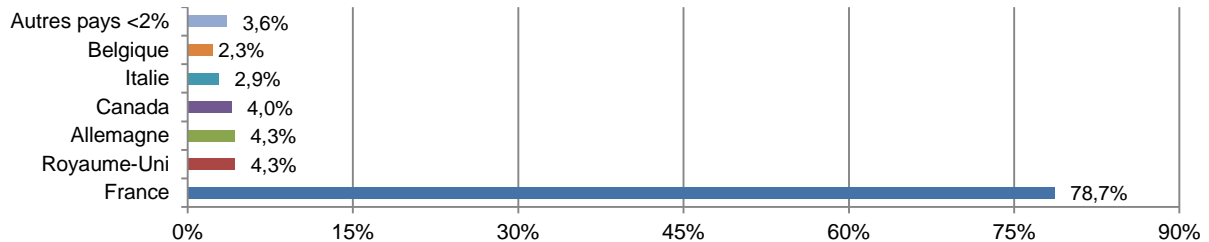
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
Gameloft	France	Médias / Internet
Oeneo	France	Agroalimentaire
Parrot	France	Technologie
1000Mercis	France	Médias / Internet
Trilogiq	France	Industrie
NextRadioTV	France	Médias / Internet
Renault	France	Automobile
Bellatrix	Canada	Énergie
Precia	France	Industrie
Jacquet Metal Services	France	Industrie

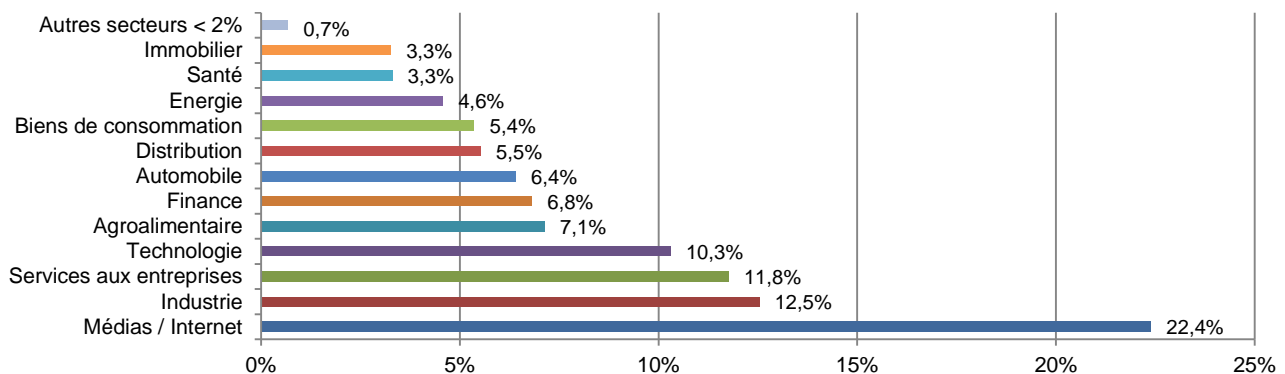
* Sextant PEA a été lancé le 18 janvier 2002 – Graphique base 100 le 18 janvier 2002

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

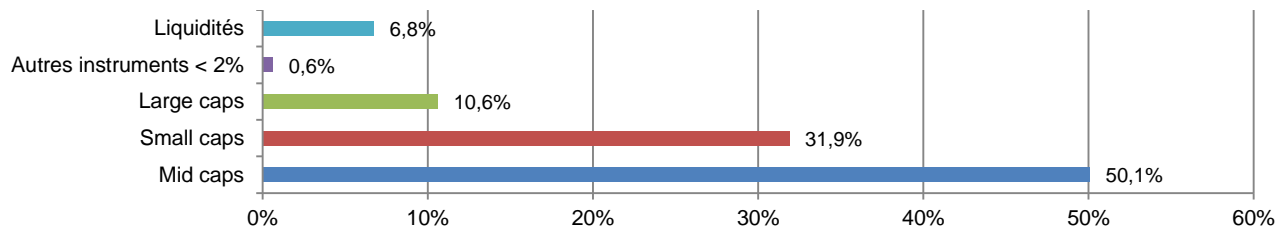
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



RAPPORT DE GESTION DU 3^E TRIMESTRE 2012

COMMENTAIRES DE GESTION

Votre fonds est en hausse de 22,2% depuis le 1^{er} Janvier contre 13,1% pour son indice de référence, l'indice DJ Stoxx 600 dividendes réinvestis. Pour le 3^{ème} trimestre, la hausse a été de 5,5% contre 7,4% pour l'indice de référence. Dans un marché marqué par une détente de la prime de risque des actifs les plus risqués, Sextant Europe a modérément profité de celle-ci, compte tenu de sa faible exposition à ceux-ci. Les secteurs les plus performants ont été les financières (banques : +12%, assurances : +11%) et les cycliques (chimie : +14%, auto : +9%), secteurs qui ne constituent que 12% de votre portefeuille (contre 24% pour l'indice).

L'environnement financier s'est certainement amélioré dans les derniers mois: des avancées ont eu lieu quant au problème de la dette souveraine européenne avec la possibilité d'intervention illimitée de la BCE sur le marché secondaire des emprunts d'état et les liquidités deviennent abondantes de part et d'autre de l'atlantique (QE 3 aux États-Unis). Tout cela est techniquement positif pour les marchés boursiers, mais cela ne doit pas nous faire perdre de vue que la question des déficits sera longue à régler, que l'état de l'économie européenne reste médiocre et que les signaux envoyés par beaucoup d'entreprises ne sont guère optimistes. Nous ne sommes pas hostiles par principe aux secteurs financiers et cycliques mais nous ne pensons pas que la situation soit suffisamment éclaircie pour nous y exposer plus significativement.

En conséquence de quoi, notre portefeuille n'a que peu bougé lors du 3^{ème} trimestre. Nous n'avons vendu aucune ligne, mais avons utilisé du cash pour acquérir des titres de la société espagnole de distribution hard discount **Dia**. Il peut sembler paradoxal d'investir dans une entreprise fortement exposée à la consommation espagnole, compte tenu du fait que l'Espagne est un des pays européens où le consommateur est le plus affecté par les mesures d'austérité. Cette réticence a été levée par quatre facteurs : (1) Dia gagne des parts de marché grâce à son positionnement prix et affiche des ventes en croissance en Espagne, (2) son exposition aux pays émergents, essentiellement Brésil et Argentine, devient significative et rentable, (3) nous pensons que la France sera cédée avec des effets très positifs pour les résultats et la situation bilancielle et (4) Dia n'est plus handicapée par la stratégie de son ex-actionnaire majoritaire Carrefour depuis son spin-off.

Concernant les sociétés du portefeuille, les résultats ont continué d'être bons, assez souvent au-dessus des attentes. Cela a été le cas par exemple pour **Debenhams**, **Bic**, **Adidas** ou **Whitbread**. Le cas de **Whitbread** illustre assez bien notre philosophie d'investissement : nous avons investi dans ce titre à un moment où le marché ne valorisait la société à guère plus que ses actifs immobiliers. Le développement d'une franchise de premier ordre dans l'hôtellerie économique au Royaume-Uni (Premier Inn) et dans les cafétérias (Costa) n'était pas pris en compte. Cette sous-valorisation se corrige à mesure que le groupe, trimestre après trimestre, affiche de bonnes performances commerciales. Quelques sociétés ont affiché des résultats un peu décevants, comme **GFK** ou **Ahold**, mais leur capacité à générer un free cash-flow significatif, un point clé dans notre approche, ne nous semble

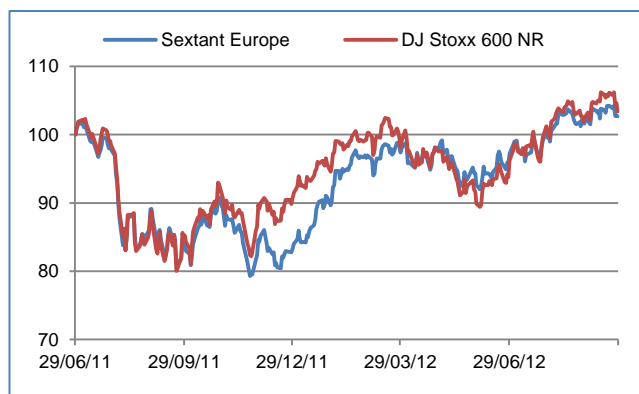
pas remise en cause. Nous sommes donc prêts à subir la mauvaise humeur du marché sur ces titres.

Enfin, nous observons du mieux sur les deux déceptions boursières du portefeuille, **D'leteren** et **Darty** (ex Kesa). En ce qui concerne le premier, leader mondial du remplacement de pare brises (Carglass), nous avons peu d'inquiétudes sur le fond et la publication de bons résultats semestriels a confirmé que l'incident de chiffre d'affaires du premier trimestre était essentiellement dû à des facteurs climatiques inhabituels. Pour **Darty**, dont les problèmes sont plus complexes (combinaison d'erreurs stratégiques et d'un marché en baisse significative dans les produits bruns), un changement de management est en cours, ce qui devrait amener la société à abandonner ses diversifications géographiques non rentables. Ceci a contribué à corriger une (faible) partie de la sous-performance du titre au cours du dernier trimestre.

En termes de comportement boursier, les meilleures performances ont été affichées par **Debenhams** (+18%), **TGS Nopec** (+17%), **Rexel** (+16%), **D'leteren** (+15%), **Bic** (+15%), **Renault** (+15%) et **Darty** (+14%), un échantillon logiquement dominé par des valeurs plutôt cycliques. Les moins bonnes performances ont été le fait de **GFK** (-10%), **Imperial Tobacco** (-6%, craintes quant à une généralisation des paquets banalisés suite à leur prochaine introduction en Australie), et les valeurs du secteur luxe, **Swatch** (-1%) et **Christian Dior** (-3%). Ces dernières ont été affectées par la perspective d'un ralentissement du marché chinois, mais cela ne nous inquiète pas outre mesure à leur niveau de valorisation actuelle.

En conclusion, nous restons satisfaits, mais vigilants, quant à la composition de notre portefeuille. De façon générale, les résultats de nos entreprises sont en ligne avec les perspectives que nous avons envisagées lors de l'investissement initial. À une ou deux exceptions près, les valorisations boursières ne nous semblent pas anticiper de façon trop précoce leurs perspectives, ce qui devrait continuer à conférer à Sextant Europe une certaine stabilité de la composition de son portefeuille.

PERFORMANCES



	Sextant Europe	Dow Jones Stoxx 600 Net Return
1 an	23,8%	22,7%
2012	22,2%	13,1%
2011*	-16,0%	-8,5%

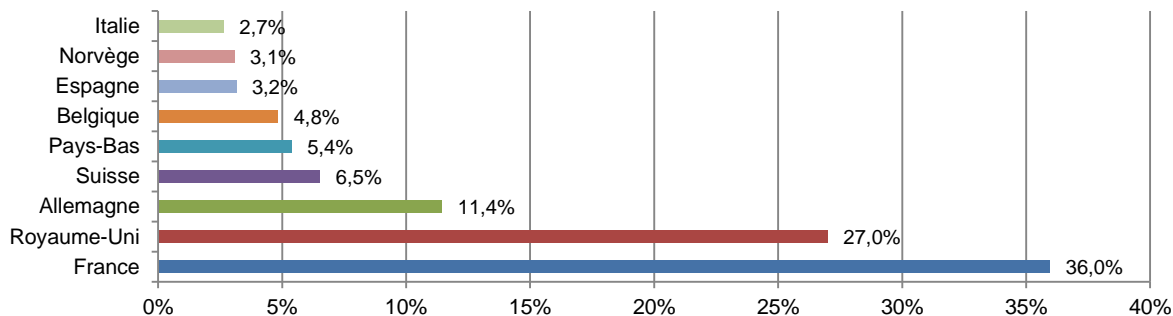
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteur
Debenhams	6,2%	Royaume-Uni	Distribution
Next	5,5%	Royaume-Uni	Distribution
Imperial Tobacco	5,0%	Royaume-Uni	Biens de consommation
Darty	4,8%	Royaume-Uni	Distribution
Gerresheimer	4,7%	Allemagne	Santé
D'leteren	4,6%	Belgique	Automobile
Whitbread	4,4%	Royaume-Uni	Loisirs
Christian Dior	4,0%	France	Luxe
Renault	4,0%	France	Automobile
Nestlé	3,9%	Suisse	Agroalimentaire

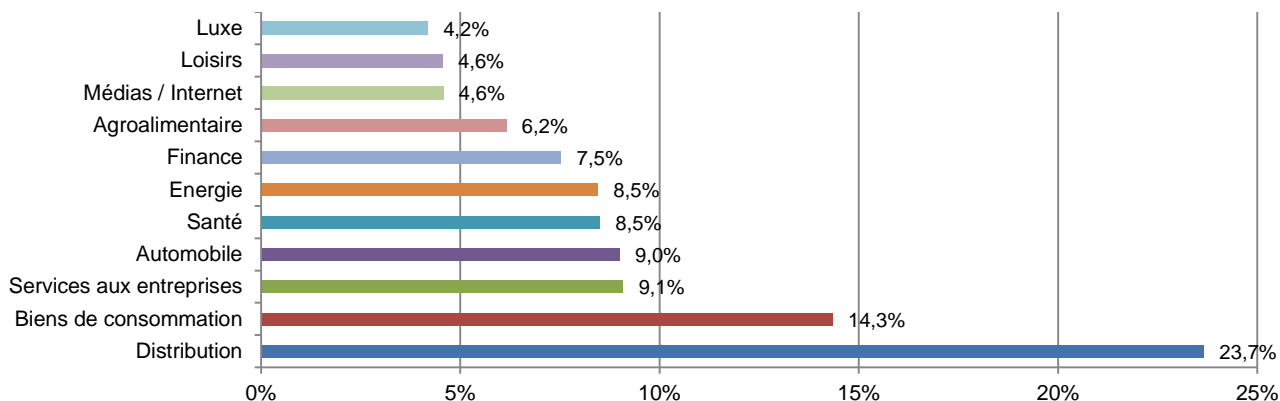
* Sextant Europe a été lancé le 29 Juin 2011

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

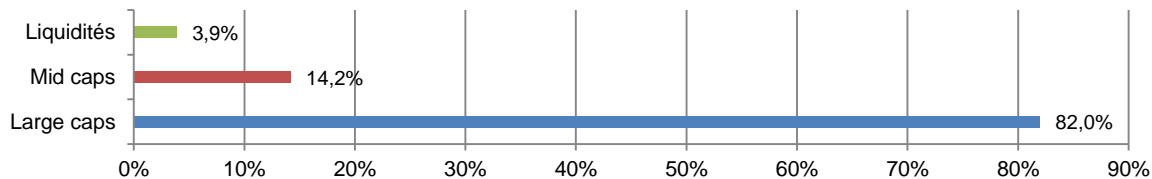
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



RAPPORT DE GESTION DU 3^E TRIMESTRE 2012

COMMENTAIRES DE GESTION

Le fonds Sextant Autour du Monde a progressé de 10,6% au troisième trimestre 2012, et de 6,0% depuis le début de l'année 2012, contre 5,0% et 13,6% respectivement pour son indice de référence.

LG Household & Healthcare-pref, notre principale position, est en progression de 23% sur le trimestre et de 56% depuis le début de l'année. Malgré le ralentissement économique à l'œuvre en Corée du Sud, **LG Household & Healthcare** affiche une croissance de ses ventes de l'ordre de 15% et améliore sa marge opérationnelle trimestre après trimestre. L'innovation produits et le lancement de nouveaux concepts de chaînes de cosmétiques en Corée, le succès international de « The Face Shop », et l'intégration réussie de Ginza au Japon, continuent de tirer la croissance du groupe. En outre l'excellence opérationnelle du management a permis de résorber les pertes opérationnelles de la dernière acquisition du groupe dans les boissons (Haitai) et de franchir le point mort en l'espace d'un an. **LG Household & Healthcare** continue de capitaliser sur la signature de partenariats avec des leaders mondiaux dans chacune de ses divisions. Après Coca-Cola et Unicharm, **LG Household & Healthcare** signe un partenariat avec Coty dans le cosmétique et avec Method, le leader américain des produits ménagers écologiques. Malgré la hausse du titre nous restons très confiants sur la capacité de création de valeur de la société et sur le potentiel de revalorisation de l'action préférentielle qui conserve une décote de 70% sur l'action ordinaire.

Nous avons également renforcé notre position dans **Amorepacific-pref**, le leader du cosmétique en Corée et le principal concurrent de **LG Household & Healthcare**. Le groupe bénéficie des marques dominantes sur le segment haut de gamme en Corée et dont la notoriété est la plus forte en Chine. La marque « Sulwhasoo » pèse pour 30% des ventes de cosmétiques aux touristes chinois dans les grands magasins de Shinsegae. Amorepacific est déjà implanté dans l'empire du milieu, son business, encore de taille moyenne, est en croissance de plus de 40% et dispose d'un potentiel de long terme remarquable. La marque Sulwhasoo n'est disponible en Chine que depuis le début de l'année. Amorepacific est la société coréenne qui pourrait concurrencer Shiseido et L'Oréal sur l'ensemble du continent asiatique. L'action préférentielle nous permet d'acheter cette franchise exceptionnelle avec 70% de décote sur un niveau de valorisation raisonnable.

Nos investissements en Inde ont également contribué positivement à la performance du fonds au cours du 3^e trimestre. On notera particulièrement la progression de plus de 26% de **Bayer Cropscience**, la filiale locale du groupe allemand Bayer, leader dans les pesticides et les semences. L'agriculture indienne a une productivité très en retard sur le reste du monde et doit se moderniser rapidement pour faire face aux besoins d'une population en forte augmentation. Les produits de Bayer seront au cœur de cette évolution et la société devrait donc bénéficier d'une croissance très soutenue. La valorisation demeure très basse aux environs de 8x le résultat d'exploitation de l'année en cours.

On notera l'acquisition de deux autres filiales indiennes de grands groupes occidentaux ; **Icra**, la filiale de Moody's, et **Fag Bearings**,

la filiale du groupe allemand Schaeffler, leader mondial des roulements à bille. Le marché des agences de rating est concentré mondialement dans les mains des trois principaux acteurs. Cette structure oligopolistique se reproduit en Inde, **Icra** pourra ainsi bénéficier de la croissance du crédit et de la modernisation des canaux de financement dans le pays pendant de nombreuses années en profitant d'un leadership pérenne. On retrouve la même configuration avec **Fag Bearings**. Le marché des roulements à bille est structuré au niveau mondial autour de 5 à 6 grands groupes occidentaux et Japonais. Fag Bearings est déjà numéro deux en Inde avec 20% de parts de marché et continuera à croître avec le développement industriel du pays et notamment avec la croissance du parc automobile.

La qualité du management et des équipes reste un des principaux facteurs clés de succès de l'entreprise. Ceci est d'autant plus vrai dans les pays émergents où les opportunités sont nombreuses mais où les équilibres concurrentiels et les règles du jeu peuvent changer rapidement. Un bon management qui profite du savoir-faire et des « best practice », des produits et de la R&D, ou encore de la puissance financière, d'un grand groupe international, a plus de chance de capter la croissance de son marché et de créer de la valeur grâce à une politique rationnelle d'allocation de son capital.

On notera également l'acquisition du cimentier turc **Cimsa** bien positionné pour profiter du développement des infrastructures dans le pays. Cimsa, contrôlé par le groupe industriel Sabanci, bénéficie indirectement du savoir-faire du cimentier allemand Heidelberg en JV avec Sabanci au travers de la société Akcansa. Le titre se paie 7x le résultat d'exploitation 2012 et verse 10% de rendement.

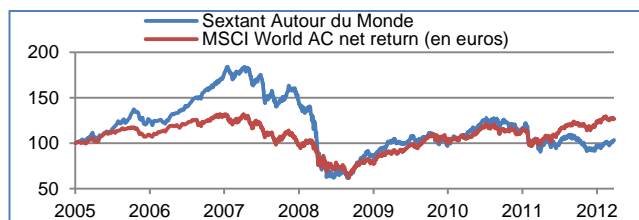
Sextant Autour Du Monde fait son entrée également en Indonésie avec l'acquisition de **Petra Foods**, le leader des produits chocolatés avec 58% de part de marché devant Nestlé, Cadbury et Mars. La société bénéficie d'un des réseaux de distribution les plus développés dans le pays, seul Unilever peut se targuer de contrôler un réseau plus dense.

Nos investissements dans l'énergie en Amérique du Nord ont contribué positivement à la performance du fonds au 3^e trimestre. On notera la progression de **Bellatrix** et **Halliburton** en hausse respectivement de 25% et 19% sur la période. Nous avons profité de ce retour en grâce du secteur pour alléger nos positions. Nous restons effectivement confiants sur le potentiel de revalorisation de nos titres pétroliers mais le développement extrêmement rapide des nouveaux gisements onshore aux États-Unis allège en partie la contrainte qui pèse sur l'offre de pétrole pour la première fois depuis de nombreuses années. Nous serons donc d'autant plus exigeants sur les niveaux de valorisations de nos titres pétroliers.

Nous avons également profité de la hausse de **Google** pour alléger notre position. La valorisation reste raisonnable pour un leader exceptionnel dans une industrie en croissance structurelle, mais commence cependant à se normaliser après la récente progression du titre.



PERFORMANCE



	Sextant Autour du Monde	MSCI World AC net return (en euros)
1 an	10,0%	26,4%
3 ans	1,2%	40,2%
5 ans	-42,4%	-0,4%
2012	6,0%	13,6%
2011	-21,9%	-4,4%
2010	21,3%	20,8%
2009	59,2%	31,1%
2008	-63,0%	-39,6%
2007	23,9%	1,0%
2006	24,5%	8,5%
2005*	13,3%	11,3%

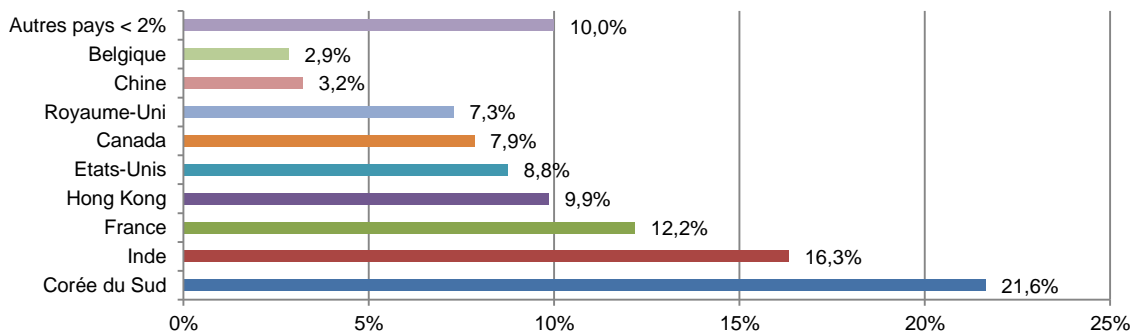
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs
LG H & H	8,2%	Corée du Sud	Biens de consommation
Bellatrix	3,4%	Canada	Énergie
Oriental Watch	3,3%	Hong Kong	Distribution
Bayer Cropscience	3,0%	Inde	Agroalimentaire
Darty	2,8%	Royaume-Uni	Distribution
CJ CheilJedang	2,6%	Corée du Sud	Agroalimentaire
D'leteren	2,5%	Belgique	Automobile
Amorepacific	2,3%	Corée du Sud	Biens de consommation
Google	2,0%	États-Unis	Médias / Internet
Halliburton	2,0%	États-Unis	Énergie

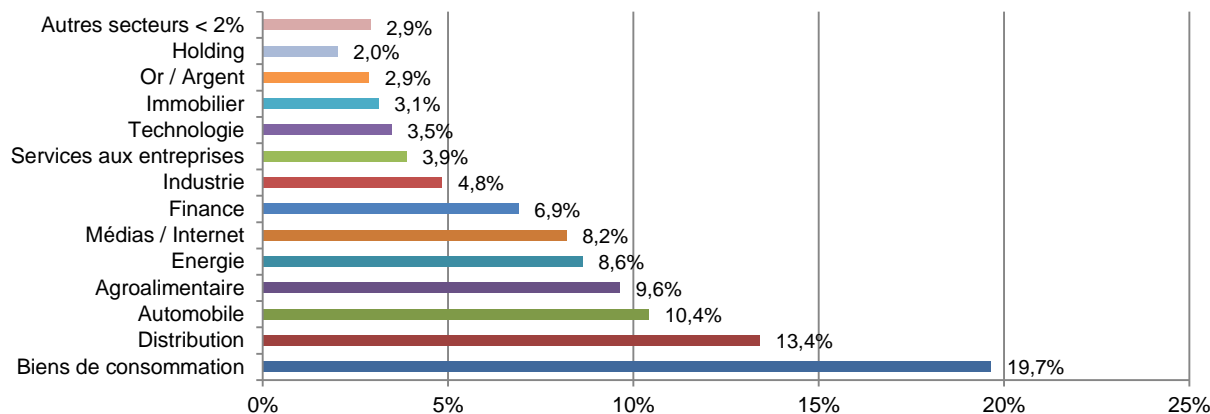
* Sextant Autour du Monde a été lancé le 8 juillet 2005

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

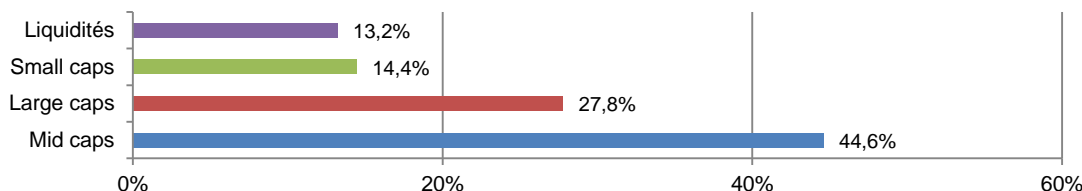
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



ALLOCATION D'ACTIF



RAPPORT DE GESTION DU 3^E TRIMESTRE 2012**COMMENTAIRES DE GESTION**

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 limité à long terme : 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 davantage des idées d'investissement de l'équipe d'Amiral Gestion que de considérations macroéconomiques.
3. investir sur d'autres classes d'actifs (obligations, ...)

Alors que le portefeuille était très investi en actions en début de trimestre, nous avons fortement réduit cette exposition au fur et à mesure du rebond du marché :

- l'exposition brute aux actions a été ramenée à 60,4% (vs 70,1%)
- une couverture sur indice a été mise en place, ramenant l'exposition nette à 50,9% (vs 70,1%)
- le portefeuille actions comprend deux foncières pour 5,4% du portefeuille (inchangé)
- le portefeuille obligataire est constitué d'emprunts subordonnés bancaires* pour 8,6% de l'actif (vs 10,0%) auquel nous avons ajouté une rente pour 1,9%
- les liquidités représentent 29,0% du portefeuille (vs 20,6%)

La valeur liquidative progresse de 5,9% au troisième trimestre contre une hausse de 4,9% de l'indice CAC 40 dividendes réinvestis et de 2,6% de l'indice mixte 50% CAC 40 – 50% EONIA.

Le portefeuille actions

Sextant Grand Large investit sans contrainte sur le segment des petites et moyennes valeurs où nous trouvons de nombreuses sociétés de bonne qualité que nous jugeons sous-évaluées.

Les Certificats Coopératifs d'Investissement émis par les **Caisse Régionales de Crédit Agricole** représentent toujours 10% de l'actif. Nous continuons de juger ces établissements peu risqués : activité de banque de détail, parts de marché élevées, excédents de fonds propres, aucune perte ni dilution des porteurs malgré la crise. Les ratios de valorisation sont très faibles : en moyenne 70% de décote sur les fonds propres, des PER d'environ 4x et plus de 7% de rendement.

Les principales autres lignes actions restent **LG Household & Healthcare préf, Passat, Trilogiq, Oeneo, Precia**, et **Tessi**. On soulignera les ratios de valorisation très bas avec un ratio VE/Rex moyen de 4.7x.

A contrario, la rotation du portefeuille a été plus marquée sur les petites positions. Nous avons ainsi vendu les positions en **Renault, IGE+XAO, Bellatrix, Vet'Affaires** et **Bear Creek**.

Deux nouvelles lignes ont été constituées. **Interparfums** produit des parfums pour compte propre et sous licence avec un historique remarquable. Une indemnité représentant la moitié de la capitalisation boursière a été touchée suite à la fin du partenariat

avec **Burberry**. Les marques restantes forment un ensemble bien diversifié et en forte croissance, valorisées en bourse sur des multiples historiquement bas. **Parrot** détient une position dominante dans les puces permettant la communication dans les voitures. La croissance est encore accélérée par le développement de produits grands publics.

La répartition géographique et sectorielle du portefeuille résulte de nos fortes convictions sur des entreprises et non d'une allocation macro-économique.

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 comporte des atouts en cas de crise (régularité des loyers) ou de retour de l'inflation (indexation des loyers et endettement à taux fixe). A noter que les foncières cotées investissent dans l'immobilier tertiaire, au rendement satisfaisant (exemple : 6% pour du bureau dans Paris) et pas dans l'immobilier résidentiel où les rendements sont à des niveaux historiquement bas. Nous restons actionnaires de **Terreïs** et d' **Immobiliare Grande Distribuzione** dont le cours de bourse continue de traiter 70% en-dessous de son ANR, faisant les frais de la défiance des marchés envers l'Italie.

Le portefeuille obligataire

Nous détenons un portefeuille d'emprunts subordonnés, c'est-à-dire d'obligations perpétuelles que les institutions financières sont autorisées à inclure dans leurs ratios de solvabilité. Les rendements sont élevés alors même que la crise financière a engendré un nombre de défauts faible et que les futures normes de Bâle III laissent augurer un remboursement par les émetteurs des papiers aujourd'hui en circulation.

Les valeurs de marché ont rebondi comme au premier trimestre et nous en avons profité pour revendre la moitié de la ligne en **BPCE 9,25%** (dont le rendement au call s'est contracté de 19% à 12%) ainsi que les **BFCM CMS** qui sont pénalisés par la forte baisse des taux longs.

Nous avons par ailleurs ajouté une position en **Canal +** qui comme son nom ne l'indique pas est une rente indexée à 2.5% par an jusqu'en 2050. Compte tenu de la trésorerie et des résultats non distribués, un taux d'actualisation d'environ 12% est nécessaire pour justifier le cours actuel, ce qui est très élevé alors que le risque est celui du groupe Vivendi.

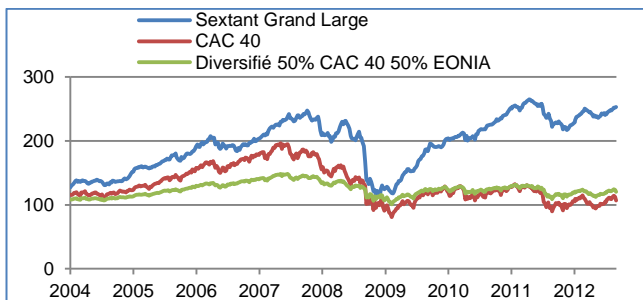
Perspectives

Comme déjà évoqué, la morosité ambiante fragilise des marchés financiers encore très volatils. Tout en essayant de profiter de cette volatilité, nous gardons plus que jamais 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
LG H&H Pref	Corée du Sud	Biens de consommation
Passat	France	Biens de consommation
Precia	France	Industrie
Trilogiq	France	Industrie
Oeneo	France	Agroalimentaire

PERFORMANCES

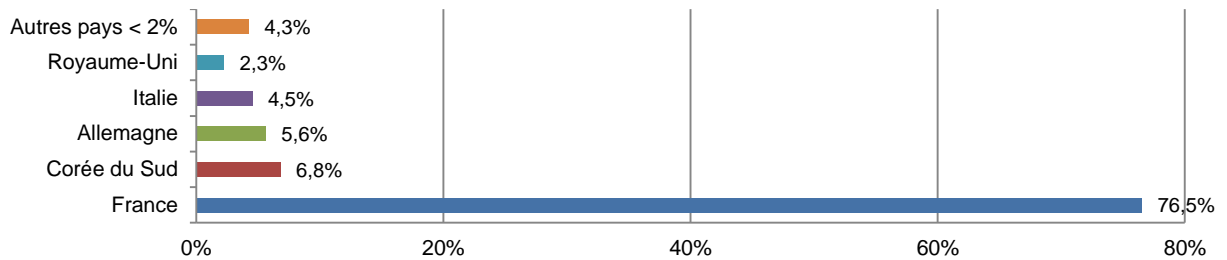


	Sextant Grand Large	CAC 40	Diversifié 50% CAC 40 50% EONIA
1 an	11,3%	12,5%	7,0%
3 ans	35,1%	-10,3%	-2,5%
5 ans	6,3%	-41,3%	-16,5%
2012	14,4%	6,2%	3,4%
2011	-8,4%	-17,0%	-7,5%
2010	24,1%	-3,3%	-0,8%
2009	61,7%	22,3%	12,0%
2008	-49,2%	-42,7%	-21,2%
2007	16,2%	1,3%	3,0%
2006	12,7%	17,5%	10,3%
2005	26,7%	23,4%	12,4%
2004	24,7%	7,4%	5,6%
2003*	14,3%	13,4%	6,4%

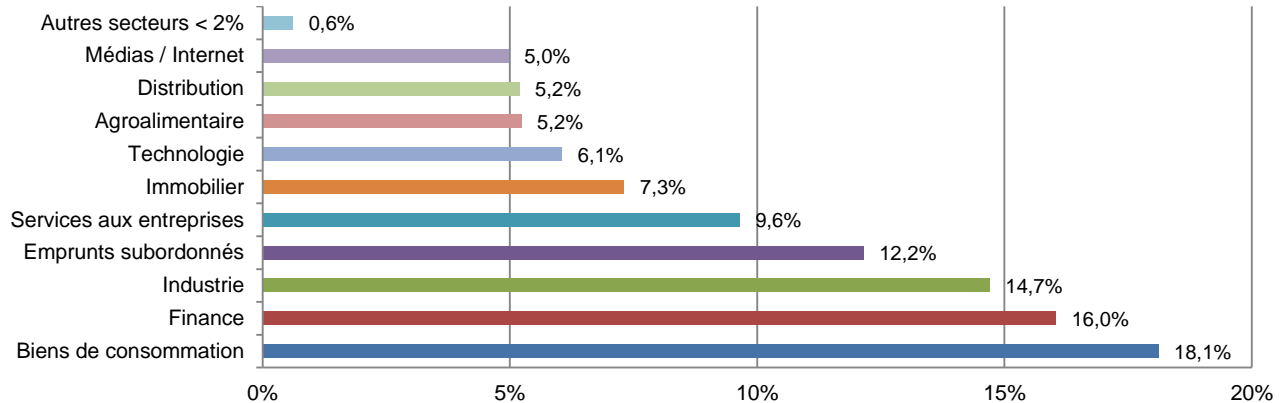
* Sextant Grand Large a été lancé le 11 juillet 2003

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

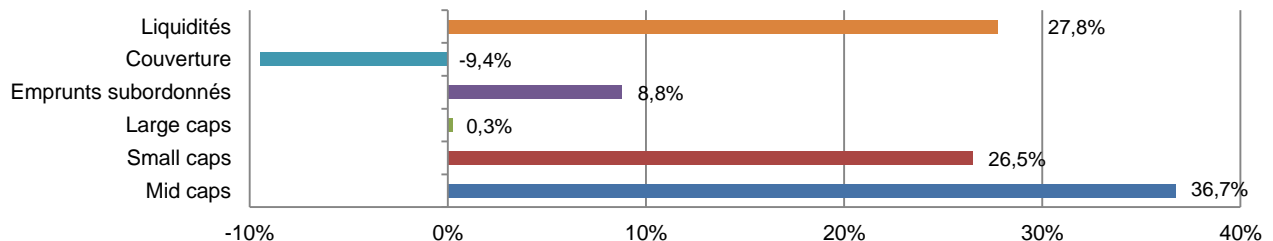
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION ET TYPES DE PRODUITS



RAPPORT DE GESTION DU 3^E TRIMESTRE 2012

COMMENTAIRES DE GESTION

Sextant Peak Oil a repris 8,6% au cours du trimestre alors que les marchés ont été marqués par un retour d'appétit mesuré pour les actifs cycliques. La bonne performance des titres en portefeuille a été ce trimestre, à l'inverse du précédent, partiellement réduite par la hausse de l'euro face au dollar. La trésorerie du portefeuille reste importante et nous permettra de profiter d'éventuels soubresauts du marché. Les prix du baril demeurent à des niveaux très élevés avec un Brent au-dessus de 110\$, et ce malgré une économie européenne en quasi récession et une demande chinoise très médiocre, en hausse de seulement 2% cette année par rapport à 2011. À l'inverse, des facteurs plus ou moins temporaires mais significatifs soutiennent le marché, comme l'embargo sur le pétrole iranien, la consommation record du Japon sur fond d'arrêt des centrales nucléaires et la disparition depuis plusieurs mois de la production syrienne.

Dans ce contexte, les sociétés productrices nord-américaines ont contribué positivement à la performance du fonds ce trimestre, tirées par un regain d'optimisme face aux contraintes d'infrastructures les forçant à vendre leur baril à une décote sur le cours mondial. Burlington Northern Santa Fe, la société de chemin de fer du groupe détenue par Warren Buffett via Berkshire Hathaway, a annoncé en septembre avoir augmenté la capacité d'évacuation de pétrole en provenance du Bakken de 1 million de barils par jour, contribuant ainsi à la nette baisse de la décote dans cette région. **Whiting Petroleum** et **Hess** en bénéficient au premier plan, leur production dans la région étant significative. Ces producteurs vendent désormais leur production avec une prime sur le WTI.

On notera par ailleurs l'OPA ce trimestre de **CNOOC** sur la société canadienne **Nexen** pour plus de 15 milliards de dollars, qui pourrait raviver l'intérêt des sociétés chinoises pour nos sociétés nord-américaines si le gouvernement autorise l'opération. Le Canada souhaitant se rapprocher de la Chine comme débouché commercial et exporter du brut directement à l'Ouest, il est peu probable que l'opération soit invalidée.

Les ajustements du trimestre parmi les producteurs concernent la société indépendante **Hess** que nous avons allégée dans le fort rebond. Elle reste néanmoins une des lignes les plus importantes. Nous avons par ailleurs fini de vendre notre position en **Pacific Rubiales**. L'expansion de la société colombienne dans des contrées inconnues comme la Papouasie Nouvelle Guinée pose des questions et le titre ne nous semble pas assez décoté compte tenu des risques de mauvaise allocation du capital. Par ailleurs, **Bonterra** a été cédée principalement pour des questions de valorisation. Nous avons par ailleurs arbitré nos actions **Maurel & Prom** pour ses obligations convertibles 2014 qui nous semblent offrir un meilleur profil rendement-risque.

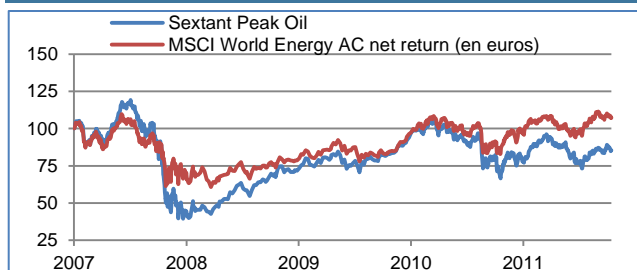
Parmi les sociétés de services pétroliers, **TGS** dont nous vous avons souvent parlé continue de bénéficier pleinement de la priorité donnée par les acteurs indépendants aux eaux profondes dans leur stratégie d'exploration. **TGS** affiche cette année une croissance de près de 50% en continuant de gagner des parts de marché et affiche des rentabilités qui demeurent très élevées sur

ses investissements les plus récents. La valorisation d'environ 12x les résultats de l'année demeure raisonnable mais nous avons allégé la ligne en cours de trimestre car nous pensons que le potentiel de bonnes surprises est plus réduit à ce stade. Parmi les premières lignes, les autres principaux contributeurs à la performance ont été **Prosafe** et **Halliburton** qui ont rebondi sur des niveaux de valorisation très dépréciés. Nous pensons qu'une société comme **Valourec** présente aujourd'hui le même potentiel, après de nombreuses mauvaises surprises liées à des investissements considérables dans de nouvelles usines aux USA et au Brésil qui vont désormais permettre une forte croissance des résultats dans les prochaines années.

Nous avons par ailleurs intégré deux sociétés présentes dans les autres fonds Sextant et qui bénéficient directement du pétrole cher. **Renault**, l'une des sociétés les plus en avance dans la voiture électrique (plus de 4 milliards d'investissement à date), présente une décote élevée sur sa participation cotée dans Nissan. Nous avons également acheté des actions **Berkshire Hathaway**, dont la filiale Burlington Northern Santa Fe, plus grosse acquisition jamais réalisée par la société (44 milliards de dollars fin 2009) investit massivement dans la construction de chemins de fer, palliant ainsi l'absence de pipelines dans les régions produisant du pétrole de schiste aux Etats Unis. Sa filiale Midamerican Energy est par ailleurs le premier opérateur de fermes éoliennes aux Etats Unis et est en train de construire l'une des plus grandes fermes solaires au monde en Californie (projet Topaz). Conocophillips et BYD (voiture électrique en Chine) sont d'autres investissements signifiant clairement que l'Oracle d'Omaha examine nombre de ses investissements du point de vue de l'angle énergétique. Le titre se paye à peine plus que sa valeur comptable, ce qui apparaît incohérent face au fabuleux historique d'allocation du capital de la société. La société a d'ailleurs indiqué, qu'elle utiliserait sa trésorerie pour acheter des titres sur des niveaux proches du cours actuel.



PERFORMANCES



	Sextant Peak Oil	MSCI World AC Energy (en euros)
1 an	21,9%	26,7%
2 ans	3,5%	29,0%
3 ans	22,5%	40,6%
2012	5,5%	4,9%
2011	-17,9%	3,3%
2010	29,7%	19,9%
2009	73,2%	22,9%
2008	-57,9%	-35,3%
2007*	4,3%	3,7%

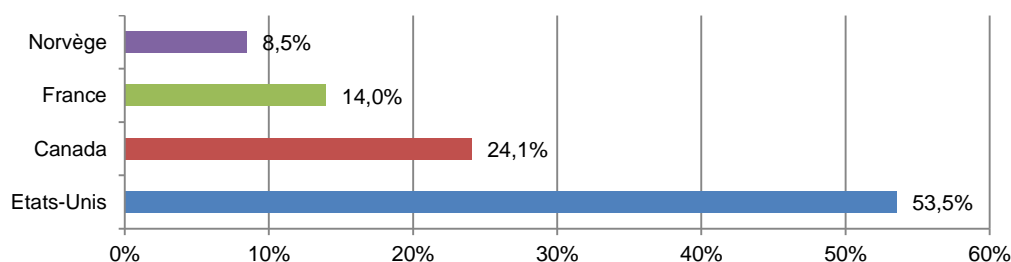
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteur
Halliburton	8,2%	États-Unis	Services pétroliers: diversifiés
Bellatrix	8,2%	Canada	Compagnies pétrolières indépendantes
Whiting	7,6%	États-Unis	Compagnies pétrolières indépendantes
Hess	6,0%	États-Unis	Compagnies pétrolières indépendantes
Baker Hughes	5,2%	États-Unis	Services pétroliers: diversifiés
Noble	4,9%	États-Unis	Services pétroliers : plateformes
Vallorec	4,5%	France	Services pétroliers: équipementiers
Schlumberger	4,4%	États-Unis	Services pétroliers: diversifiés
Baytex	3,8%	Canada	Compagnies pétrolières indépendantes
Prosafe	3,8%	Norvège	Services pétroliers : spécialisés

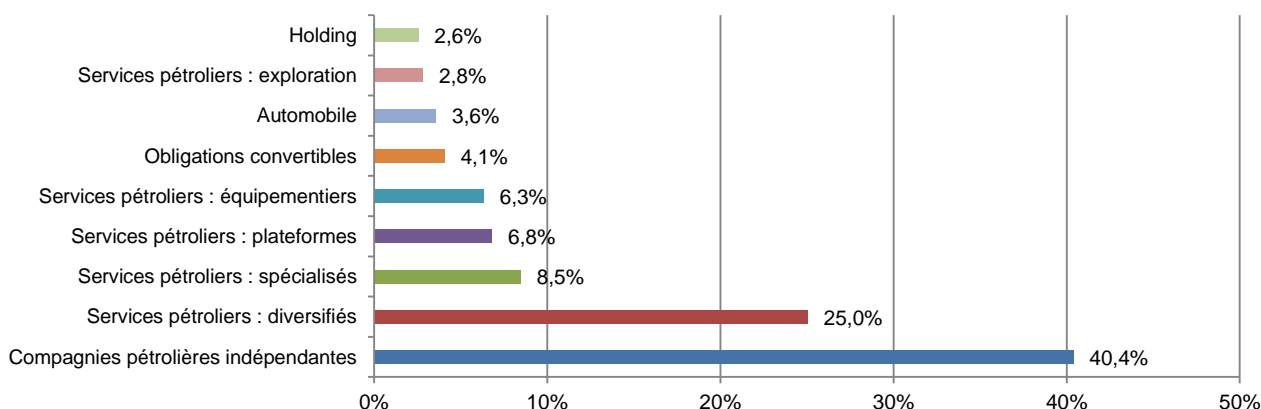
* Sextant Peak Oil a été lancé le 17 décembre 2007

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

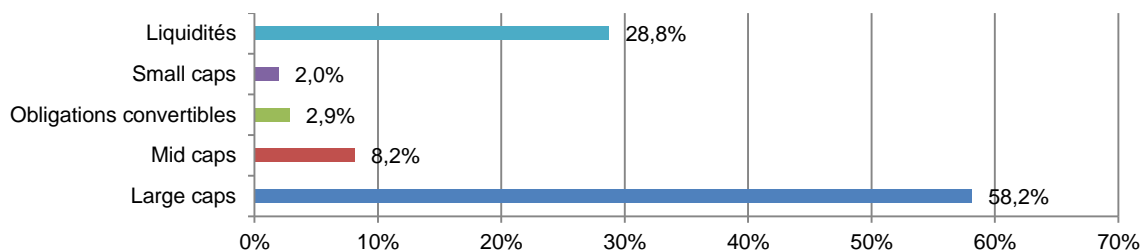
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION





Avertissement : L'OPCVM SEXTANT INC. est un OPCVM à règles d'investissement allégées avec effet de levier. Il n'est pas soumis aux mêmes règles que les OPCVM « tous souscripteurs » et peut donc être plus risqué. Seules les personnes mentionnées à la rubrique « souscripteurs concernés » du prospectus peuvent acheter des parts de l'OPCVM SEXTANT INC.

RAPPORT DE GESTION DU 3^E TRIMESTRE 2012

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.

L'exposition nette du fonds reste à des niveaux élevés, proches de 75%. Nous avons en cours de trimestre allégé nos couvertures avec la baisse des marchés pour les renforcer très récemment avec le rebond lié aux annonces des banques centrales. Dans le même temps, nos investissements en actions ont été renforcés, nos PME favorites n'en ayant pas bénéficié comme les grandes valeurs.

La performance du fonds a été de 8,5% ce trimestre et atteint 16,9% sur l'année. Elle a été soutenue par le rattrapage de plusieurs valeurs qui avaient auparavant pesé sur la performance telles que **Bellatrix, Francotyp, Bear Creek, Darty**. Les trois premières avaient simplement été massacrées boursièrement dans les mois précédents sans démeriter sur le plan opérationnel. En ce qui concerne **Darty**, le rebond sur une valorisation exceptionnellement basse a été amplifié par une évolution de la gouvernance, le PDG Thierry Falque-Pierrotin ayant quitté la société sous la pression des principaux actionnaires, notamment Knight Vinke. Cela devrait permettre à la nouvelle direction de remettre la stratégie à plat sans tabous et d'extérioriser les nombreux actifs cachés de l'entreprise en coupant les foyers de pertes. Cela devrait aider le titre à se rapprocher de sa valeur intrinsèque.

LG Household & Healthcare et **Passat** ont poursuivi leur excellent parcours opérationnel et boursier. La décote de notre action préférentielle **LG** par rapport à l'action ordinaire a légèrement diminué, étant passée ce trimestre de 75% à 70%. Nous avons allégé la position dans la mesure où la valorisation de l'action normale nous paraît un peu tendue malgré l'excellence de la direction, du positionnement et des marques de cette société, avec un PER de 32x 2012. Nous pensons que la décote demeure toutefois à un niveau insoutenable et qu'une revalorisation significative finira par intervenir, par exemple par la hausse du dividende. **Passat** a continué à publier de très bons résultats malgré la récession qui pèse sur la consommation française et en Europe du Sud. Ce fut déjà le cas en 2009 quand les résultats avaient atteint des niveaux record. En effet, les périodes de marasme économique laissent une certaine place aux achats d'impulsion à bas coûts unitaires et les grandes surfaces favorisent les méthodes de ventes directes efficaces comme la vente assistée par l'image dont **Passat** est le spécialiste incontesté.

Nous avons renforcé notre ligne en **Caisses régionales du Crédit Agricole** dans la mesure où le principal risque sur la maison-mère, son exposition à la Grèce, a quasiment disparu avec la cession en cours de la filiale Emporiki. Les caisses sont toujours

gérées de façon très conservatrice, continuent de gagner des parts de marché sur leurs activités traditionnelles et restent extrêmement sous-valorisées.

Nous avons introduit trois nouvelles valeurs parmi les meilleures idées de l'équipe durant ce trimestre : **Interparfums, Nextradio TV** et **Canal+**.

Interparfums est un spécialiste de la conception et de la commercialisation de parfums pour compte propre ou sous licences. Son historique est en tous points remarquables, avec une surperformance constante sur le marché. La principale marque sous licence, Burberry, ayant choisi de mettre fin à son partenariat avec **Interparfums**, a versé une indemnisation qui représente près de la moitié de la capitalisation. Les marques restantes forment un ensemble diversifié et en forte croissance. Nous faisons confiance à la direction pour faire bon emploi de sa trésorerie abondante alors que le marché préfère attendre de voir quel en sera l'usage, si bien que la valorisation nous paraît dérisoire au vu de la qualité de la société.

Nextradio TV a été réintroduite dans le portefeuille à la suite de la baisse du cours, malgré des résultats excellents au S1. À ce niveau de valorisation, un scénario du pire nous paraît intégrer face aux menaces qui pèsent sur le marché publicitaire radio et télé français. Nous sommes persuadés que les marques du groupe sont plus fortes que jamais et lui permettront de continuer à gagner des parts de marché quel que soit l'environnement économique. Enfin, on peut noter que l'autocontrôle a été porté à près de 9% par l'acquisition d'un bloc d'actions à un prix proche du cours actuel. C'est à la fois un signe de confiance dans la valeur intrinsèque du groupe et le signe d'une excellente allocation du capital, qui demeure un de nos critères majeurs de choix d'investissement.

Canal + est davantage une obligation qu'une action. La structure cotée nous donne droit à un résultat garanti en croissance régulière jusqu'en 2050 avec un rendement égal à 5,6% au cours actuel. Compte tenu de la trésorerie et des résultats non distribués, un taux d'actualisation d'environ 12% est nécessaire pour justifier le cours actuel. Cela nous paraît trop faible, d'autant que les réflexions en cours de Vivendi sur son périmètre d'activité pourraient catalyser le potentiel du titre.

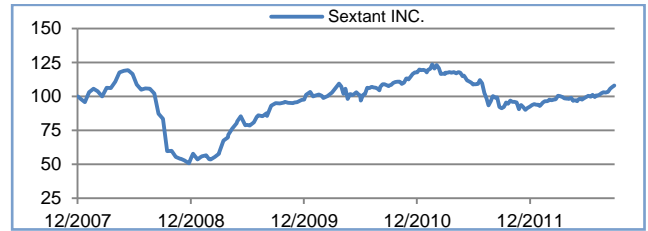


PERFORMANCES

Sextant INC.	
1 an	18,6%
2 ans	0,6%
3 ans	13,6%
2012	16,9%
2011	-21,3%
2010	20,3%
2009	78,7%
2008	-45,3%
2007*	2,9%

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

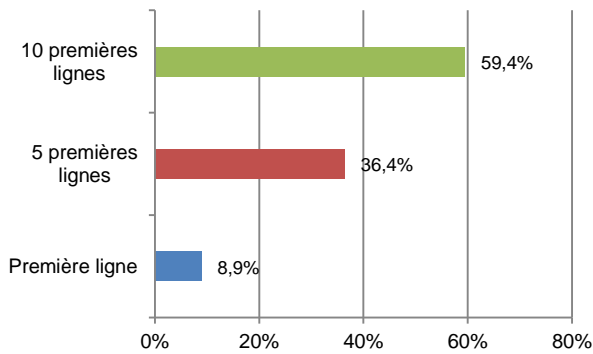
Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.



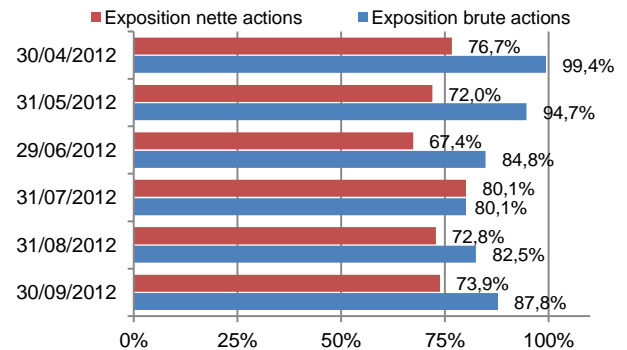
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
Passat	France	Biens de consommation
LG H&H Pref	Corée du Sud	Biens de consommation
Interparfums	France	Biens de consommation
Parrot	France	Technologie
Francotyp	Allemagne	Services aux entreprises

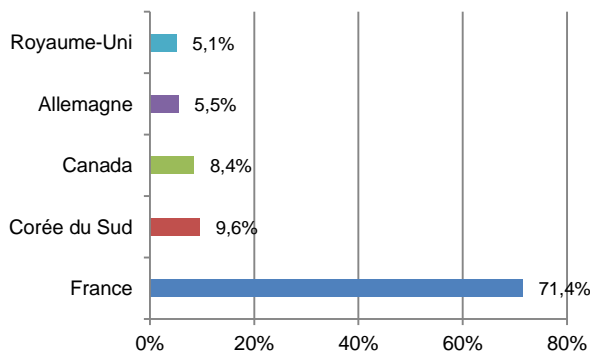
CONCENTRATION DU PORTEFEUILLE



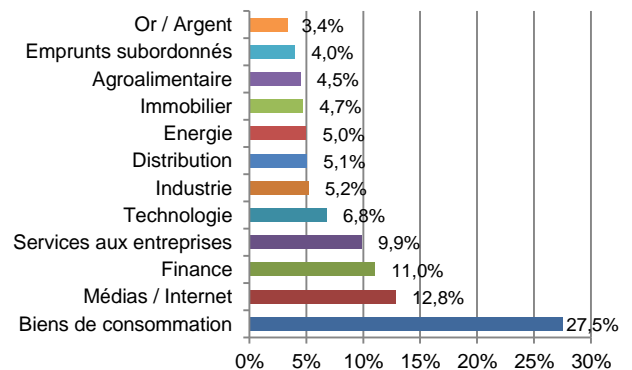
EXPOSITIONS AUX ACTIONS



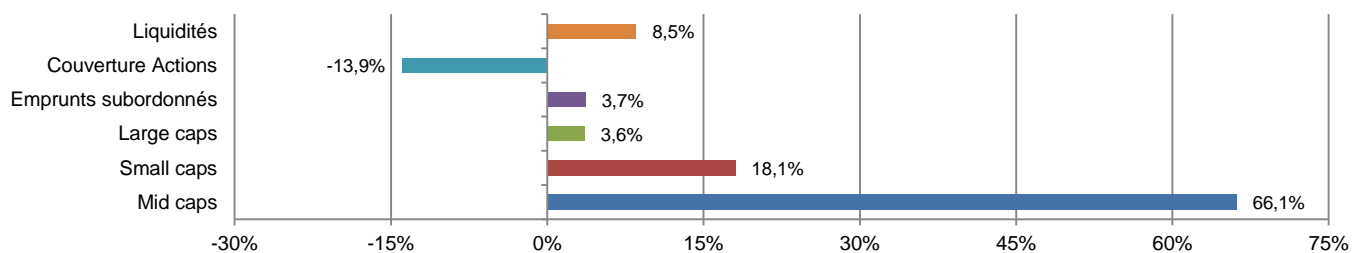
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TYPE D'INSTRUMENT



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

Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et aux prospectus simplifiés, documents légaux faisant foi disponibles 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. Sauf mention contraire, les indices de comparaison sont hors dividendes alors que la performance des FCP est coupons réinvestis.
- la durée minimale de placement recommandée sur les fonds d'Amiral Gestion est supérieure à 5 ans.