

LETTRE SEXTANT

Sextant Peak Oil

Il y a des tas de choses à raconter ce mois-ci, mais le moins glorieux, c'est que nous avons décidé d'arrêter notre fonds Sextant Peak Oil. Le mieux serait peut-être de ne pas trop en parler, et de se cacher sous notre bureau. Mais comme je viens de terminer « Difficult Conversations », un excellent bouquin sur les disputes, désaccords et autres sujets désagréables, j'ai compris qu'il valait mieux s'expliquer, partager ses sentiments et comprendre le positionnement de son propre ego sur tout ce qui peut fâcher : famille, client, business, associé ou collecteur d'impôts agressif. Notre démarche est un peu inhabituelle, parce que Sextant Peak Oil est parmi les tous premiers de sa catégorie sur 1 an, 3 ans, 5 ans, et depuis sa création. En bref, notre meilleur produit pour les professionnels de la sélection de fonds. Mais précisément, nous ne vendons pas des produits pour lever des capitaux. Nous gérons des fonds dans lesquels nous avons nous-mêmes envie d'investir, pour le long terme. Or avec Sextant Peak Oil, nous avons fait une erreur, voici quelques explications.

Les faits :

Il y a presque dix ans, en 2004, nous avons repéré un pari gagnant-gagnant, ou presque: pile je ne perds pas, face je gagne. Le baril de pétrole cotait 45\$, mais les analystes financiers prévoient un retour sur le seuil des 20\$. Ils basaient donc leurs prévisions de résultats 2005 et leurs valorisations sur ce niveau de prix. Nous avons donc choisi une pétrolière peu risquée et assez sensible au cours du baril, Statoil, avec le pari suivant : si le baril redescend à 20\$ (un véritable effondrement !) le titre ne bougera pas car le marché a déjà anticipé ce mouvement. S'il reste stable ou monte, c'est le jackpot. Pour un certain nombre de raisons que nous vous avons maintes fois expliquées, en particulier le fameux Peak Oil, nous pensions en fait que le prix du baril monterait. Sans avoir ni objectif ni timing. Nous n'en avons pas besoin pour notre pari.

En réalité, et sûrement avec beaucoup de chance, nous avons fait une bonne analyse et Statoil a vu son cours pratiquement doubler un an plus tard, avec un baril stable ou en légère hausse vers 50\$. Enhardis par ce succès

initial, nous avons creusé le thème du Peak Oil, et il nous est paru assez probable que l'ère de l'énergie fossile bon marché était derrière nous. A cette époque, nous étions très loin du consensus qui prévoyait au contraire un effondrement du prix du baril, et cela bien sûr ne pouvait qu'attiser notre intérêt, tant il nous est agréable de penser le contraire de tout le monde (ce n'est pas toujours spécifiquement pour être désagréable dans les dîners en ville, mais la plupart du temps uniquement pour gagner un peu d'argent).

D'où, après quelques années de recherche, le lancement du fonds Peak Oil. Il devait nous permettre un certain degré de couverture sur un risque terrible, une véritable envolée des prix de l'énergie insupportable pour l'économie mondiale. Nous avons été aussi influencés, il faut le dire, par le fait que de nombreux value investors de grande renommée s'intéressaient de plus en plus aux pétrolières, à commencer par le grand maître lui-même, Warren Buffett.

Pourquoi nous fermons le fonds :

De fait, depuis 2004, et même depuis 2007, les prix de l'énergie ont en général largement progressé. Et en particulier le prix du pétrole. Parce que les grandes lignes de la théorie du Peak Oil sont inflexibles : les réserves d'énergies fossiles sont limitées, et les fruits les plus faciles à récolter (the low hanging fruits) l'ont déjà été. Il faut désormais aller chercher plus profond, plus technique, plus cher, souvent plus sale. Les ingénieurs du pétrole sont les nouveaux aventuriers de la technologie, ils voyagent plus loin que la planète Mars, au centre de la terre. Et depuis 2007, certains pays ont vu se poursuivre l'inexorable chute de leur production pétrolière: -16% pour le Mexique, -42% pour le UK, -25% pour la Norvège !

Mais les Etats-Unis ont de leur côté connu une petite révolution. Alors que la production y avait connu un pic en 1971 et n'avait fait que décliner depuis, de nouvelles technologies, dont la fracturation hydraulique et les puits horizontaux (dont vos fonds ont largement profité avec

des titres comme Whiting Petroleum ou Bellatrix) lui a permis de redécoller. Le paysage de l'offre a été révolutionné par le pétrole de schiste aux Etats Unis. Sa mise en production est beaucoup plus rapide que celle des découvertes offshore que nous pensions être le principal relais de l'offre il y a quelques années. La hausse de production américaine est durable, et les Etats-Unis devraient redevenir sous peu le premier producteur d'or noir au monde. Les secousses dans le monde arabe ont également perturbé l'offre significativement ces dernières années, elles ne seront heureusement pas éternelles.

Il y a ensuite les pays riches qui ajustent à la baisse leur demande à un prix élevé, que ce soit de force suite à la plus grande crise de leur histoire, ou de manière proactive par la définition de normes très strictes de consommation aux véhicules, aux habitations, aux systèmes de climatisation, etc. Nous avons dans le cadre de Sextant Peak Oil beaucoup étudié le secteur des équipementiers automobiles qui profitent largement de la quête de technologies permettant d'abaisser les consommations. Les progrès à venir sont fulgurants. Bien sûr, il y a à l'inverse les émergents qui continuent à soutenir la demande. La Chine est désormais, et pour longtemps, le premier marché auto au monde. En cela les pays émergents pourraient compenser tous les efforts que font les pays développés pour réduire leur consommation.

Mais en situation de relative abondance de l'offre, il est toujours difficile pour les producteurs de commodités de très bien gagner leur vie et de créer de la valeur sur la durée tant sont nombreuses les difficultés techniques, politiques (les Etats captent de mieux en mieux la manne pétrolière) et concurrentielles. Et la moindre erreur de stratégie peut coûter très cher compte tenu des investissements nécessaires. Or la complexité du marché s'est largement accrue. C'est pourquoi nous pensons qu'il devient risqué de détenir un fonds dédié, même si nous conserverons certains titres dans nos autres fonds.

Tout cela est très compliqué, peut-être trop pour vos humbles serviteurs qui sont plus à l'aise avec des supermarchés, des vendeurs de bières, des sites internet pour adolescents boutonneux, des fabricants de fenêtres ou des loueurs de voitures.

Ce que l'équipe a appris

Un des objectifs de notre société, peut-être le plus important, est de constituer la meilleure équipe de

gestion que nous puissions rassembler. Faire travailler ensemble des "super investors", et tous ensemble progresser, toujours apprendre, pour comprendre plus et mieux. Un objectif de très long terme. Avec Sextant Peak Oil, nous faisons un constat d'échec : nous ne pouvons pas maîtriser un secteur qui dépend à ce point du prix d'une matière première.

Enfin, dernière auto-flagellation, lancer un fonds sectoriel ou thématique était une erreur. Il vient forcément un temps où la thématique est moins intéressante, ou bien parce qu'elle ne semble plus pertinente, ce qui est notre cas ou bien à l'inverse parce qu'elle fonctionne trop bien : même si nous étions toujours aussi confiants sur le prix du baril, nous aurions aussi été mis en difficulté pour trouver de nouvelles idées si les valorisations du secteur avaient à un moment bien reflété ces perspectives... Il est alors difficile de défendre l'intérêt de vos clients en continuant d'investir dans le secteur. Pour autant, nous nous excusons par avance pour le timing de cette fermeture si le secteur devait avoir une très forte performance dans les mois et années à venir.

En attendant, il restera des valeurs pétrolières ou liées au secteur de l'énergie dans vos fonds. Nous avons élargi notre cercle de compétence et nous aurons régulièrement des idées autour du pétrole, du gaz ou des énergies renouvelables. Nous avons réalisé un gros investissement de recherche, et nous espérons bien que cela nous soit très utile pour les trente ou cinquante prochaines années !

Des valeurs fortes

On l'a écrit plus haut, il est tout à fait inhabituel pour une société de gestion de fermer un fonds situé aux toutes premières places de sa catégorie. Dans une gamme de produits, c'est évidemment tout à fait attractif. On ferme plutôt les traînards pour améliorer le track record de la gamme, c'est bien pratique. Mais s'il y a une chose à laquelle nous tenons, c'est le respect de nos valeurs. On peut se tromper, on peut trahir parfois son maître comme un disciple égaré, mais des valeurs fortes permettent de revenir sur le bon chemin. En tout cas, nous avons toujours dit que nous ne gérerions que des fonds dans lesquelles nous souhaitons nous-mêmes investir, et sur lesquelles nous pensons, par la même, avoir une vraie légitimité.

Voici donc une nouvelle Valeur d'Amiral Gestion à graver dans le marbre : "Nous ne créons que des fonds dans lesquelles nous aurons envie d'investir, et dans lesquelles nous investirons. Nous ne chercherons pas à créer une gamme complète de produits, mais uniquement à disposer des outils nécessaires pour exprimer au mieux

notre savoir-faire d'investisseurs. L'essentiel de l'épargne des partenaires d'Amiral Gestion sera donc investi sur nos fonds." Du travail pour Isidore Boullu *. (* Isidore Boullu est marbrier, mille sabords !)

Ce que vous devez faire

Si vous êtes porteurs de Sextant Peak Oil, vous pouvez simplement ne rien faire. Vous vous retrouverez porteurs de notre nouveau fonds Sextant PME. Si vous souhaitez continuer à parier sur un risque d'envolée des cours de l'énergie, vous devrez vendre vos parts avant le 31 décembre, bien entendu sans frais, et réinvestir sur un fonds spécialisé d'un de nos confrères. Vous trouverez sur Morningstar par exemple un classement des meilleurs fonds du secteur. Sextant Peak Oil y est à la première place, mais d'autres fcp ont eu sur la période d'honorables performances.

Francois Badelon

Sextant PME

Sextant PME est un fonds action éligible au PEA qui investit en actions de petites et moyennes entreprises ainsi que dans des sociétés de tailles européennes intermédiaires. C'est un fonds concentré sur une trentaine de valeurs, construit en dehors de toute référence indicielle.

Amiral Gestion – Un Leader reconnu sur la gestion actions Small et Mid Cap

- Une équipe de 14 personnes dont 11 gérants
- 6 OPCVM ouverts, 2 Mandats institutionnels dont un spécifiquement investi sur les capitalisations françaises de moins de 1 Milliard
- Environ 500 Millions d'euros d'actifs sous gestion (au 29/11/2013) dont 70% sur les petites et moyennes capitalisations
- De bonnes performances à long-terme sur les fonds orientés petites et moyennes valeurs (Sextant PEA créé en Janvier 2002, 14.9% de performance annualisée, Sextant Grand Large créé en Juillet 2003, 10.6% de performance annualisée)
- 430 PME ETI analysées et valorisées dans notre base de données interne
- Plus de 100 PME ETI rencontrées en 2013

Un processus d'investissement éprouvé

SEXTANT PME s'appuie sur une sélection rigoureuse de titres obtenue après une analyse fondamentale interne à la société de gestion dont les principaux critères sont :

la qualité du management de l'entreprise, la qualité de sa structure financière, la visibilité des résultats futurs de la société, les perspectives de croissance du métier, la politique de l'entreprise menée vis-à-vis de ses actionnaires minoritaires (transparence de l'information, distribution de dividendes...)

L'équipe de gestion s'attache à une rencontre directe avec les entreprises dans lesquelles le fonds investit ou est susceptible d'investir.

Les décisions d'investissement dépendent ensuite essentiellement de l'existence d'une « marge de sécurité » constituée par la différence entre la valeur vénale de la société appréciée par les gérants et sa valeur de marché (capitalisation boursière). Il est en ce sens possible de parler de « value investing ».

Le prospectus est disponible sur demande et sera mis en ligne le 1er Janvier 2014

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps