

Lettre trimestrielle

Sommaire



Philosophie
d'investissement



Les entreprises Sextant



Rapports trimestriels des
fonds Sextant



Nos meilleurs vœux

L'équipe d'Amiral Gestion vous présente ses meilleurs vœux pour 2012. Nous vous souhaitons beaucoup de bonheur et une bonne santé. Sur ce dernier sujet, des études scientifiques très sérieuses ayant prouvé que le stress pouvait nuire au bon fonctionnement de notre système immunitaire, nous avons bien conscience de notre responsabilité quant à la volatilité de nos fonds.

Lorsque les marchés commencent à paniquer et que les graphiques boursiers se verticalisent, notre meilleur réconfort est de savoir que nous avons fait un sérieux travail d'analyse et d'évaluation. Que nous avons de bonnes marges de sécurité entre les prix que nous payons et les valeurs que nous estimons, et que nous avons à la barre de nos entreprises d'excellents managers qui sauront répondre aux inévitables nouveaux challenges qui se présentent chaque année.

Le meilleur moyen de vous transmettre notre confiance et notre (relative et probabiliste) sérénité, c'est de vous faire partager notre philosophie, de vous démontrer la solidité de notre process de gestion, et de vous faire comprendre la solidité de nos investissements. Tout un programme pour nos lettres Sextant 2012.

François Badelon

Philosophie d'investissement



Notre scénario économique pour 2012 et 2013

François Badelon

On aura beaucoup parlé et appris sur l'économie en 2011. Avec les risques qui pèsent sur l'avenir de l'euro, du dollar, le surendettement des économies des pays occidentaux et le vieillissement de leur population, nous allons tous faire certainement encore pas mal de progrès dans cette matière dans les prochaines années. L'investisseur Sextant doit-il se préoccuper de tous ces éléments d'incertitude ? Faire des prévisions, construire un scénario pour 2012 voire 2013 puis gérer en fonction de ces anticipations ?

Écoutons Howard Mark, le patron de Oaktree Capital Management, dont Warren Buffett lui-même est un lecteur assidu : « Une des exigences essentielles pour réussir dans l'investissement (et qui doit donc faire partie de la préparation psychologique de la plupart des grands investisseurs) est la réalisation du fait que nous ne savons pas ce que l'avenir nous réserve en terme de macro-économie. Peu de gens, s'il y en a vraiment, en savent plus que le consensus sur ce qui va arriver à l'économie, aux taux d'intérêt et aux grands indicateurs économiques. Le temps de l'investisseur sera donc mieux utilisé pour tenter d'obtenir plus d'informations sur ce qui est possible de savoir et de comprendre : les industries, les entreprises et les valeurs des marchés financiers. Plus vous vous concentrez sur la micro, plus vous aurez de chance d'apprendre des choses que les autres ne savent pas ». Merci Docteur Howard. Donc, on ne va pas vous répéter le consensus, ce serait très ennuyeux. Mais sachez que nous nous intéressons aussi beaucoup à l'économie, même si

c'est pour reconnaître que nous savons que nous ne savons pas.

Sans faire aucune prévision (le consensus est assez noir, on est d'accord, cf notre lettre de mars 2009), on peut dire que la grande tendance d'une meilleure répartition des richesses mondiales au niveau géographique devrait continuer à se poursuivre. Il ne s'agit pas du déclin de l'occident ou des USA, mais simplement d'un retour à la moyenne.

En 1945, les États-Unis représentaient 50% du PNB mondial. Il faut dire qu'il n'y avait pas beaucoup de concurrence. Ils avaient en face d'eux essentiellement des champs de ruines (Europe, Japon), des continents entiers sous l'emprise du colonialisme (Afrique, Moyen-Orient, Inde...) et des dictatures communistes (l'URSS et bientôt la Chine). Évidemment, pour les Américains, ce fut un boulevard : une série d'événements tout à fait improbable, ayant provoqué l'autodestruction de leurs principaux rivaux économiques, leur a laissé une trentaine d'années pour se construire un formidable leadership dans pratiquement tous les domaines de l'économie, et imposer le dollar comme monnaie de réserve internationale.

Comme une immense partie de la population mondiale est en plus restée en dehors du jeu capitaliste jusqu'au début des années 90, enfoncée dans une pauvreté parfois semblable à celle des populations européennes au 19^{ème} siècle, il n'est pas étonnant que les écarts de richesses aient atteint des sommets il y a une vingtaine d'années. Depuis,



les uns après les autres, les habitants de ce qui devient grâce à Internet un village mondial se sont aperçus que malgré tout, le capitalisme et la démocratie fonctionnent mieux que la dictature et l'économie dirigée. Aujourd'hui, il reste encore quelques tyrans, et rien n'est parfait, surtout pas la démocratie, mais l'immense majorité de la population mondiale se met en ordre de bataille pour consommer, travailler efficacement, penser et innover librement. Il va falloir partager, au mieux la croissance de demain, au pire les jouets que nous avons déjà aujourd'hui.

Une autre tendance qui a bien commencé à se dessiner est le changement radical qui devrait se produire en termes de dynamique d'endettement. Je veux parler plus simplement du fait de vivre au-dessus de ses moyens. Tout d'abord, ce n'est pas très moral quand ses petits camarades africains ou indiens n'ont pas encore l'eau courante. Mais au-delà de l'éthique, il y a un problème de flux financiers. Pour vivre au-delà de ses moyens, il y a en gros trois méthodes pour un pays :

- emprunter à l'étranger
- utiliser l'épargne populaire pour les dépenses courantes au lieu de l'investir
- vendre les bijoux de famille

Avec la démocratisation des pays émergents et l'apparition d'immenses classes moyennes, il y aura de moins en moins de raison pour les gouvernements de ces pays, et pour leurs riches épargnants, d'acheter de la dette Française ou US, et de plus en plus d'investir chez eux, dans des infrastructures ou dans leur système de protection sociale (encore assez inexistant, mais si on propose au peuple de voter...)

Pour notre épargne populaire, avec les départs en retraite massifs des baby-boomers, elle sera probablement moins abondante et moins bon marché.

Enfin, pour les bijoux de famille, il paraît que les Italiens ont un patrimoine privé formidable. En France nous avons la Joconde, des appartements dans la plus belle ville du monde, de la neige à Courchevel et des entreprises cotées au CAC 40.

Pour les Italiens je ne sais pas, mais de notre côté nous avons déjà bien tapé dans l'héritage. On peut toujours vendre les vignobles de Bernard Arnault pour financer la sécurité sociale, mais il faudra une révolution, et dans ce cas il n'y aura plus d'acheteurs. Un vrai casse-tête.

Enfin, pour terminer de noircir le tableau, la Société Générale (qui ne fait pas que fabriquer des produits dérivés inutiles et dangereux pour la société) a écrit une très bonne étude sur les impacts de la démographie. Elle démontre que l'économie mondiale a profité pendant presque 30 ans d'une structure démographique très favorable:

- La population en âge de travailler (15-64 ans) a explosé (2,6 milliards en 1980 – 4,5 milliards en 2010), créant une main d'œuvre abondante et peu onéreuse. Cette hausse s'est faite pour deux tiers en Asie, nourrissant un boom extraordinaire de la base de production.
- Dans le même temps, les pays développés ont vu leur population des 45-65 ans fortement progresser (les premiers baby-boomers nés en 1944 aux USA ont eu 45 ans en... Je vous laisse calculer). C'est la population aux plus forts revenus, qui consomme et épargne le plus. La SG nous explique que cela a favorisé, par ces flux financiers, la baisse des taux, et la hausse du prix des actifs. Très certainement. On pourrait rajouter que les travailleurs de plus de 45 ans sont aussi très bien formés. Un facteur de productivité, très bon outil pour lutter contre l'inflation.

L'étude nous explique aussi pourquoi la situation est moins rose depuis 2008:

La population mondiale vient d'entrer dans une phase de vieillissement importante. Dans les 40 prochaines années, l'âge médian va augmenter de 9 ans et la population totale monter de 30%. Mais le nombre de plus de 65 ans va tripler, dépassant 1,5 milliards.

Par ailleurs, la part des épargnants importants (45-65 ans) va chuter dans les pays développés. Un pic sera atteint entre 2010 et 2015 (34%), pour baisser vers 29% en 2050. L'étude conclut que la structure



démographique des 20 prochaines années sera défavorable à la consommation, au coût du capital et à l'investissement dans les "vieux" pays. Je vous passe la conclusion sur les pays émergents que nous connaissons tous. La question du flux d'épargne de ces pays vers chez nous est posée. Personne ne connaît la réponse, mais avec un peu de bon sens... On en a parlé plus haut.

En conclusion : par prudence, attendons-nous à une quinzaine d'années plutôt difficiles, continuons à investir dans des entreprises qui résisteront le mieux possible à une économie anémique, avec des bilans sains, et une bonne marge de sécurité. Et qui font si possible des affaires dans le monde entier.

François





Les entreprises Sextant: Precia Molen

En tant qu'actionnaires, nous sommes toujours à la recherche d'entrepreneurs qui ont une vraie vision de la mission qu'ils peuvent remplir pour la société. Il n'y a pas de business rentables et durables sans cette condition. Dans cette rubrique, nous vous présenterons sous cet angle les entreprises dans lesquelles nous sommes investis. Nous en profitons pour dire un grand merci à tous les entrepreneurs qui nous ont permis de partager leur aventure, et leur souhaiter de créer beaucoup d'emplois en 2012 !

Precia Molen est une entreprise tout à fait passionnante, de par son histoire, ses métiers et son management. Ce sont des gens qui permettent aux industriels de peser, de doser, compter, et qui contrôlent le tout. Ça n'a l'air de rien, mais lorsque vous avez 0,01 gramme d'un produit chimique nocif au-delà de 0,011 gramme, vous avez la vie sauve grâce aux balances ultra-précises Precia qui équipent les doseurs en continu de votre fabricant de médicaments. Si vous décidez plutôt d'acheter pour 150 tonnes de ronds à béton, vous pourrez régler votre facture au gramme près, grâce aux ponts à bascule, fabriqués par Precia Molen bien entendu, qui permettent de peser des trains entiers. Autrement dit, Precia, on ne peut pas s'en passer. D'autant plus que toutes ces merveilleuses machines doivent être régulièrement contrôlées, étalonnées et entretenues. Sous peine de fermer lignes de productions d'antibiotiques (moi qui suis tout le temps malade...), silo de sable, aciérie et gares de marchandises en tout genre (mon cousin adore les trains, ne lui faites pas ça !) Les techniciens de Precia Molen Services sont là pour éviter le blocage de presque toute l'industrie française, mais ils sont aussi présents en Inde, au Maroc, au Brésil, et dans une bonne partie de l'Europe.

Quelques chiffres

Données financières			Ratios financiers			
	2009	2010	2011 (e)	Cours au 30/12/2011 :55,99€	2011	2012
Chiffre d'affaires	75,3M€	80,3M€	87,0M€	PER	6,5	6,0
Résultat d'exploitation	5,2M€	7,3M€	8,0M€	VE/REX	2,5	2,3
Résultat net	3,4M€	4,7M€	4,6M€	Cash / action	22 €	25 €

L'entreprise est née en 1887, un simple atelier d'installation et d'entretien de balances créé par le grand-père de Jean Escharavil. Jean mettra toute sa volonté d'entreprendre pour lancer la fabrication de balances, à la marque Precia, dès 1950. Après une introduction en bourse réussie en 1985, Precia rachète en 1993 le groupe hollandais Molen, créé de son côté en 1867, et une marque unique est lancée en 1996, Precia-Molen. Au début des années 2000, Amiral Gestion rend sa première visite à Precia-Molen, en Ardèche. L'entreprise sortait d'une dizaine d'années difficiles. Industriel en France, ce n'est pas toujours facile, et nous avons passé notre tour. Une erreur. Nous n'avions pas bien compris la force du nouveau business model vers lequel le patron de l'époque, l'excellent Monsieur Thinard, avait mis l'accent. En rachetant toute une série de petites entreprises d'entretien et de contrôle, Precia Molen a renforcé de manière considérable son pôle service, presque totalement résistant aux cycles économiques. Ce pôle représente désormais 50% du chiffre d'affaires. Monsieur Thinard après un excellent parcours a laissé la place à Monsieur Colombel, toujours soutenu par la famille Escharavil. Nous pensons que le grand challenge de Monsieur Colombel sera de bien exécuter l'internationalisation du groupe, déjà présent dans des pays qui comme chez nous auront besoin de plus en plus de balances en tout genre, et surtout de gens très sérieux et reconnus pour les entretenir, les étalonner et les certifier. Une étape significative a ainsi été franchie en Inde où le rachat d'une petite entreprise locale de bonne réputation a été à l'origine de l'introduction des produits et services Precia dans le pays. Elle deviendra prochainement une base de production



à bas coûts pour tout le développement en Asie du sud-est et en Australie. Pas très rapides, mais consistants et persévérants dans notre recherche et notre suivi des belles entreprises, nous avons fini par réagir fin 2010 en achetant sur le marché 10% du capital de Precia Molen à des cours moyens de 43 euros (presque 4 fois plus cher que lors de notre première visite, on ne se vantera pas d'acheter au plus bas. D'ailleurs nous n'achetons jamais au plus bas, c'est très énervant parce que des tas de gens savent le faire, mais pas nous, c'est dommage n'est-ce pas ?). Nous en avons racheté récemment à 50. Vous trouverez dans l'encadré quelques informations de valorisation sur Precia. Franchement ce n'est pas très cher. En plus il y a une grosse douzaine de millions d'euros de cash à la banque. Pas très loin de la moitié de la capitalisation boursière. Nous pensons que Precia, à force de patience et de discipline, saura réinvestir ses excédents financiers, en particulier dans les pays émergents, avec une très bonne rentabilité.

Avertissement :

Les informations présentées ci-dessus ne constituent nullement une recommandation d'achat ou de vente d'actions de la société Precia dans laquelle certains portefeuilles dont Amiral Gestion assure la gestion sont investis.





COMMENTAIRES DE GESTION

Votre fonds Sextant PEA a réalisé une performance de 3,68% au cours du quatrième trimestre limitant le repli annuel à 11,6%. Les petites et moyennes valeurs ont fortement baissé au second semestre. L'indice CAC Small 90 termine ainsi en baisse de 18,0%.

Depuis l'année 2008 très difficile pour Sextant PEA, votre fonds a retrouvé ces 3 dernières années une forte surperformance par rapport aux indices large ou small comme le montre le tableau ci-contre. Sur 10 ans, la performance annualisée se monte à 12,76%.

Sur le dernier trimestre, les principaux contributeurs à la performance sont **Gameloft**, **Bellatrix** et **1000Mercis**. Les 3 principales contributions négatives sont **Francotyp**, **Vet' Affaires** et **Kesa Electricals**.

Les principales positions sont assez stables par rapport au troisième trimestre. Nous avons renforcé à la baisse **Kesa Electricals** qui s'est séparée de sa filiale anglaise déficitaire et qui n'a plus que Darty pour principal actif.

Le dernier trimestre a été volatil et baissier sur le segment des mid caps. Nous avons ainsi pu nous renforcer ou réinvestir sur des niveaux très attractifs dans des entreprises bien connues et à fort potentiel : **NextRadioTV** dont le succès de BFMTV sur la TNT s'accélère, **Parrot** dans les équipements main libre ou encore **Jacquet Metals Services** qui continue d'intégrer IMS.

Nous avons vendu notre ligne en **Google** après une très forte performance et une valorisation revenue dans la moyenne historique. Nous avons allégé **Kinopolis** après un beau parcours cette année et un potentiel naturellement plus limité.

2012 se présente dans un climat économique morose et récessif. La crise financière n'est pas encore réglée mais il semble que la liquidité sera assurée par la BCE.

Une partie des entreprises de Sextant PEA seront plus sensibles à leurs fondamentaux spécifiques qu'à l'hypothétique amélioration de la conjoncture. Dans cette catégorie, nous trouvons **Gameloft**, dont la dynamique s'accélère avec les smartphones et les tablettes, **Oeneo** dont sa 2^{ème} usine de bouchons techniques tournera progressivement à pleine capacité, **Stallergenes** avec des avancées dans le comprimé ou **Tessi** profitant entre autre de son monopole sur la distribution de lingots et de pièces d'or.

Une autre catégorie de participations, plus sensibles à la conjoncture mais dont la valorisation prend en compte aujourd'hui une récession forte : **Kesa Electricals**, aujourd'hui proche de la seule valorisation de son patrimoine immobilier, **Jacquet Metals** qui cote à la valeur de ses stocks, **Renault** avec 30% de décote sur Nissan et aucune valeur pour Dacia, ou **Immsi** (holding de Piaggio) qui décote également de plus de 50% sur sa participation dans Piaggio. Ces niveaux de valorisation dépréciés nous permettent d'être patients et très sereins sur le potentiel de revalorisation à moyen terme.

Enfin, nombre de sociétés du portefeuille vont continuer de profiter de leur exposition et de leur développement dans les pays émergents. Ce sera encore le cas en 2012 de **Trilogiq**,

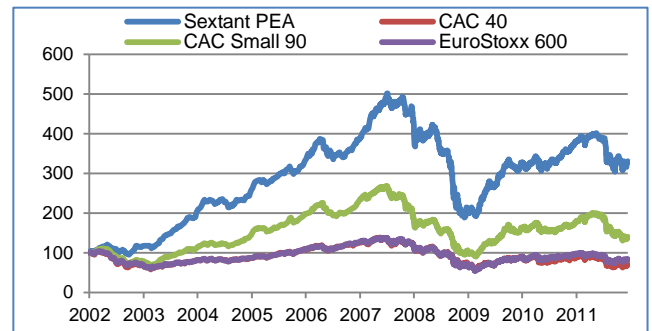
Precia, **Gameloft**, **Immsi**, **Oeneo**, **Entrepose Contracting** ou **Shanda Games**.

Les sociétés que nous rencontrons actuellement abordent 2012 avec une certaine prudence mais aucune ne souffre d'un changement drastique d'environnement comme à l'automne 2008. Les bilans sont généralement plus solides qu'en 2008 et les coûts contrôlés, les stocks sont bas et la demande réelle.

PERFORMANCE

	Sextant PEA	CAC 40	CAC Small 90	DJ Stoxx 600
2011	-11,61%	-16,94%	-18,01%	-11,33%
2010	18,25%	-3,35%	10,91%	8,63%
2009	61,80%	22,33%	58,69%	27,99%
2008	-58,36%	-42,68%	-54,17%	-45,60%
2007	21,71%	1,31%	-4,91%	-0,17%
2006	19,92%	17,53%	16,40%	17,81%
2005	31,41%	23,40%	38,57%	23,51%
2004	29,99%	7,40%	28,07%	9,47%
2003	63,99%	16,12%	37,53%	13,68%
2002*	14,72%	-31,13%	-21,27%	-30,50%

* Sextant PEA a été lancé 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.

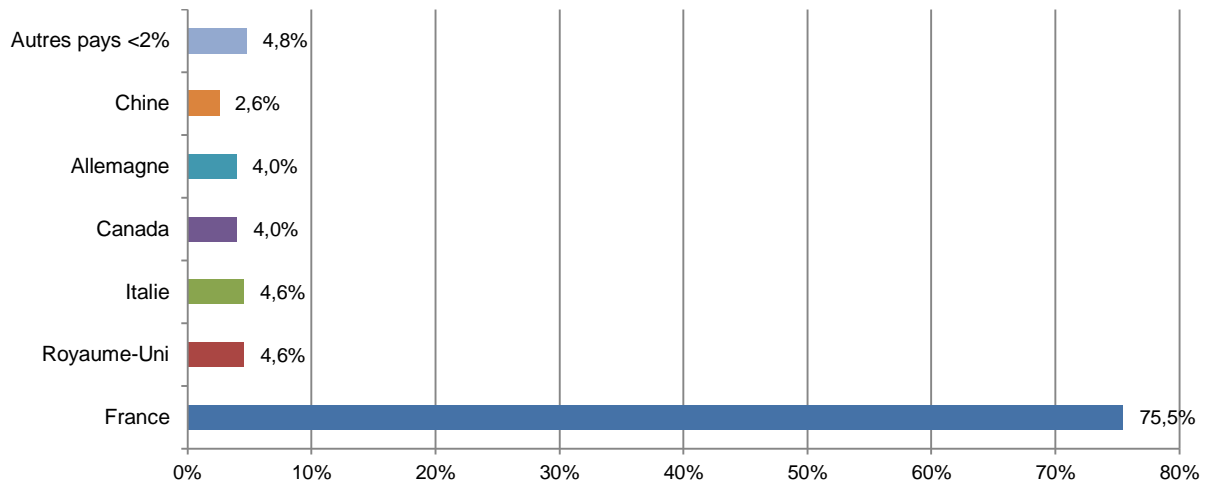
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
1000Mercis	France	Médias / Internet
Gameloft	France	Médias / Internet
Trilogiq	France	Industrie
Kesa Electricals	Royaume-Uni	Distribution
ORA Oeneo	France	Services aux entreprises
Bellatrix	Canada	Santé
Akka	France	Agroalimentaire
Stallergènes	France	Énergie
Tessi	France	Distribution
Francotyp	Allemagne	Services aux entreprises

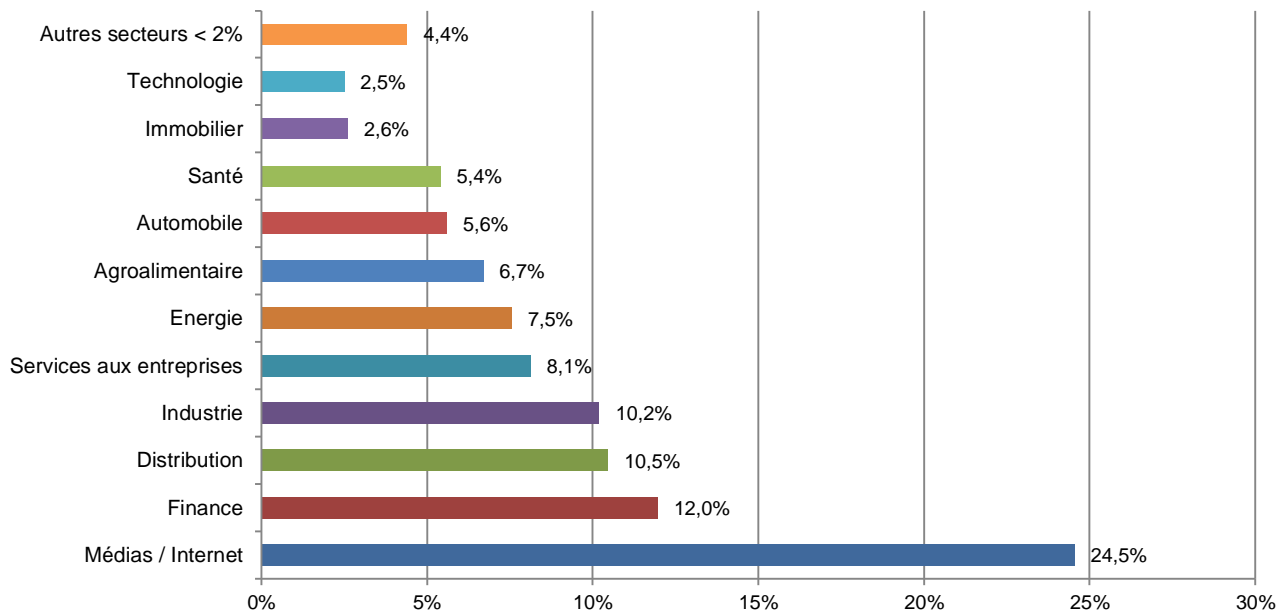




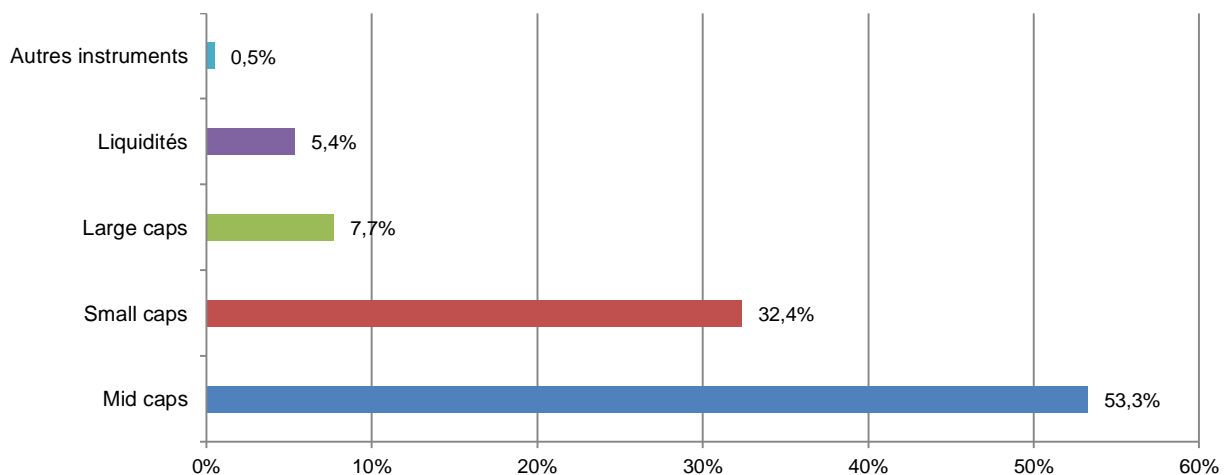
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



COMMENTAIRES DE GESTION

L'indice Stoxx 600 a repris 8% au quatrième trimestre, récupérant une partie de la forte baisse du trimestre précédent. Cette performance a été tirée par les marchés hors zone euro. Les secteurs les plus performants ont été le pétrole (+19%), la chimie (+13%) et les ressources naturelles (+13%), secteurs sur lesquels nous avons une présence limitée. Rappelons que la philosophie de Sextant Europe n'est pas de coller aux indices, mais d'investir dans une logique de moyen terme dans des entreprises présentant des perspectives de croissance attrayantes.

Les entreprises constituant votre portefeuille ont présenté de bons résultats, en général en ligne ou au-dessus des attentes des marchés. Ainsi des sociétés comme **Marr**, **GFK**, **Debenhams**, **Ahold** ou **Next** ont surpris par leur résistance dans un contexte difficile. Deux sociétés du portefeuille ont néanmoins déçu : **Kesa Electricals** qui a dû faire un profit warning compte tenu d'une conjoncture dégradée pour les produits d'équipement de la maison en France et dont la perception boursière n'a pas profité de l'annonce concomitante de la cession de Comet au Royaume Uni ; **Entrepose** a été affectée par des retards de son contrat avec Exxon en Papouasie (pose du pipeline reliant la zone de production à la zone d'exportation), celui-ci n'étant toutefois pas menacé. Dans les deux cas, nous pensons que les valorisations boursières de ces sociétés ne reflètent nullement leur valeur intrinsèque, et avons d'ailleurs renforcé notre position en **Kesa**.

Comme au trimestre précédent, les meilleures performances du portefeuille au quatrième trimestre ont été réalisées autour de la thématique de retour de cash aux actionnaires. Ainsi les titres **Imperial Tobacco** et **Next** ont progressé respectivement de 15 et 12% en euro; **Ahold** a progressé de 18%. Rappelons que ces sociétés fournissent à leurs actionnaires un rendement réel de l'ordre de 10% (via rachats d'actions).

Les performances les moins bonnes ont été réalisées par le compartiment des capitalisations comprises entre 500m€ et 1Md€. Hormis les cas **Entrepose Contracting** (-20%) et **Kesa Electricals** (-30%), les sociétés concernées ont eu des performances économiques satisfaisantes. Ainsi **Marr** a vu son cours baisser de 20% alors que son résultat net a augmenté de 13% au troisième trimestre (le plus important de l'année pour cette société). Sa situation financière est saine et son dividende (8% de rendement au cours actuel) nous semble être sécurisé à court et moyen terme.

Nous pouvons citer aussi **Debenhams**, un des principaux opérateurs de grands magasins en Grande Bretagne, dont le titre a baissé de 17% en deux mois tant le marché était paralysé par la crainte d'un avertissement sur les résultats liés à un climat trop chaud (notons que la société a publié le 10 janvier un chiffre d'affaires satisfaisant sur la fin de l'année, ce qui a immédiatement provoqué une hausse de 10% du titre).

Compte tenu de notre philosophie d'investissement, la rotation du portefeuille est restée limitée. Nous avons initié deux positions en **Rexel** et **Whitbread** et vendu nos titres **Iliad** (valorisation moins

attractive) et nos actions de préférence **Italcementi** (profil de dette trop risqué).

- **Rexel** est le leader mondial de la distribution de matériel électrique basse tension. Si ce secteur est cyclique, nous avons été intéressés par le fait que ses marchés n'ont pas réellement repris en 2010, notamment aux États-Unis, et qu'en conséquence la descente probable de cycle en 2012 ne sera pas très prononcée. Par ailleurs, cette société a prouvé en 2009 sa flexibilité et sa capacité à générer du cash dans les environnements les plus difficiles. Nous avons attendu une forte correction du titre pour l'acheter
- **Whitbread** réalise l'essentiel de son chiffre d'affaires sur deux activités : l'hôtellerie économique (leader au Royaume-Uni) et les cafés Costa, leaders au Royaume-Uni devant Starbucks et promis à une rapide expansion internationale (Chine, Europe Centrale). La capitalisation est couverte par la valeur des actifs immobiliers (hôtels) nette de la dette et des engagements de pension. Nous sommes à la fois intéressés par l'aspect « value » (immobilier) et l'aspect croissance des deux métiers.

Nous sommes confiants sur les perspectives à moyen terme des titres constituant votre portefeuille Sextant Europe. Nous avons éliminé au troisième trimestre les titres qui nous paraissaient trop sensibles à la crise financière (sociétés endettées ou exposées directement aux risques obligataires).

PERFORMANCES

Conformément à la réglementation en vigueur, une performance inférieure à un an ne peut être affichée.

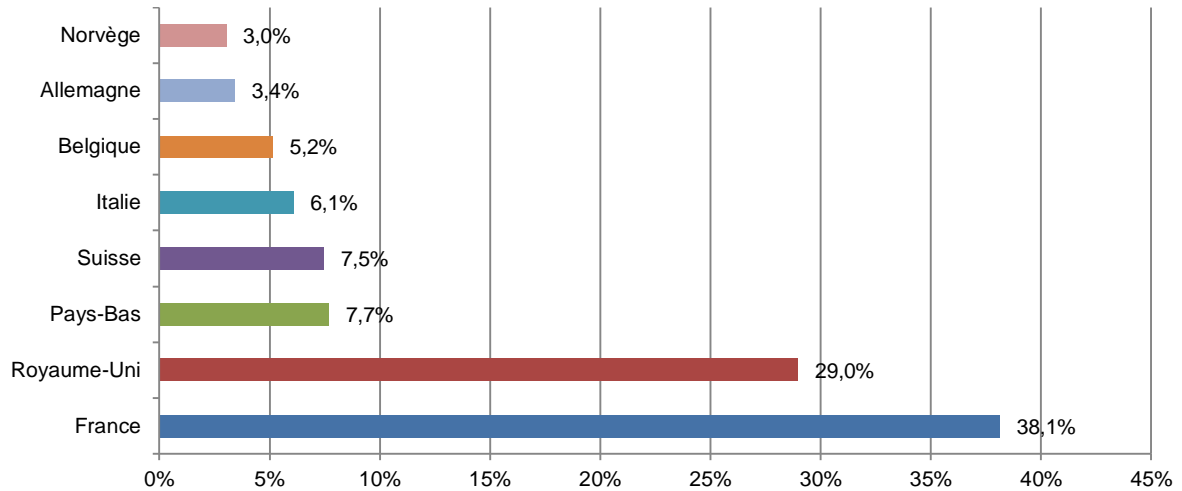
Sextant Europe est un fonds action, la durée minimale de placement recommandée est de 5 ans.

PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

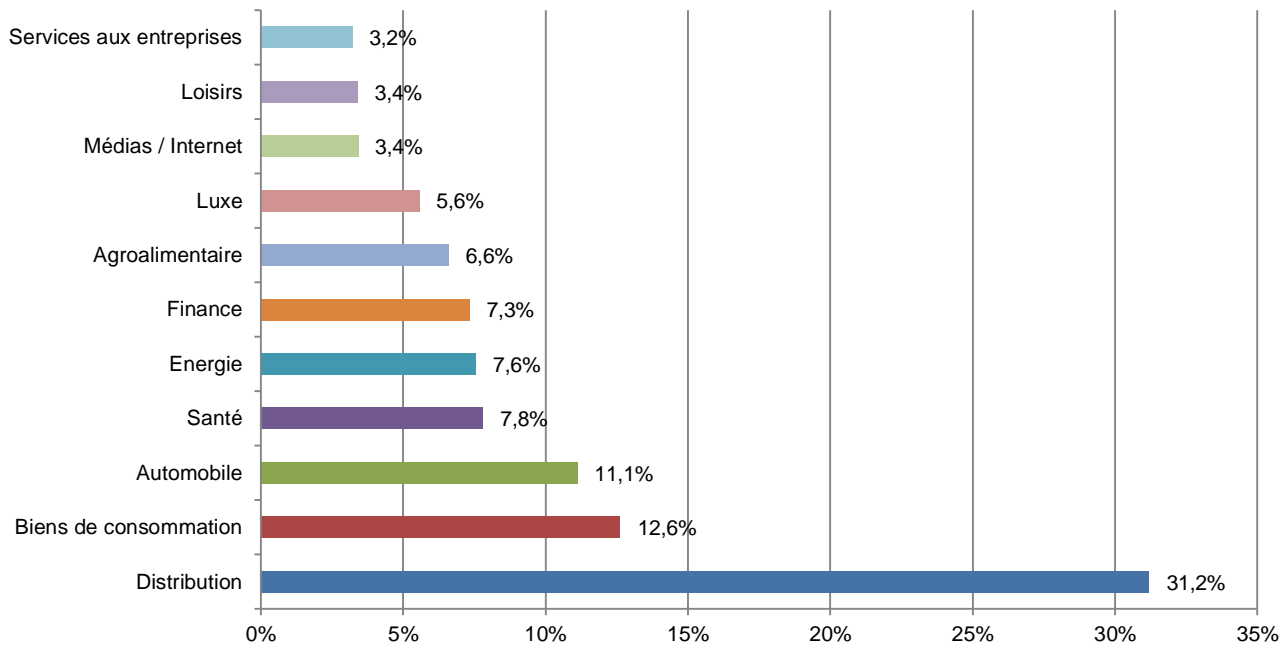
Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteur
Kesa Electricals	8,71%	Royaume-Uni	Distribution
Imperial Tobacco	5,80%	Royaume-Uni	Biens de consommation
Renault	5,64%	France	Automobile
Christian Dior	5,27%	France	Luxe
Debenhams	5,24%	Royaume-Uni	Distribution
D'leteren	4,86%	Belgique	Automobile
Koninklijke Ahold NV.	4,86%	Pays-Bas	Distribution
Stallergènes	4,80%	France	Santé
Next PLC	4,37%	Royaume-Uni	Distribution
Entrepose Contracting	4,27%	France	Énergie



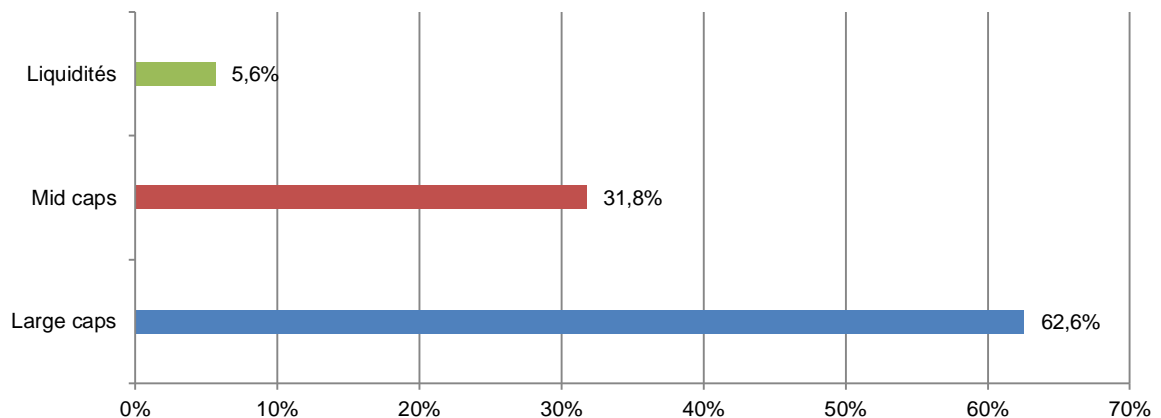
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION





COMMENTAIRES DE GESTION

En 2011, Sextant Autour Du Monde est en baisse de 21,86% contre une baisse de 6,57% pour son indice de référence, le MSCI World en euros. Sur 3 ans, le fonds est en hausse de 50,9% contre une progression de 41,6% pour le MSCI World en euros, tandis que depuis son lancement en juillet 2005 Autour Du Monde enregistre une baisse de 2,3% exactement en ligne avec son indice de référence. L'année 2011 a été décevante en termes de performance mais a pourtant confirmé notre scénario global qui cimente la stratégie d'investissement du fonds.

En effet, nous continuons à penser que les pays européens sont enlisés durablement dans un cycle de désendettement majeur et unique dans l'histoire d'après-guerre qui continuera à exercer des pressions déflationnistes et des contraintes de financement récurrentes tant pour les acteurs privés que pour les États. Dans un tel contexte nous restons très prudents sur les perspectives de croissance des pays européens et des États-Unis, et convaincus du rééquilibrage de l'économie mondiale en faveur des pays émergents qui bénéficient au contraire d'un niveau d'endettement raisonnable et d'une très forte croissance.

En 2011 pourtant, **les pays émergents** ont largement sous-performé le MSCI World. En 2011 les indices coréens, chinois et indiens, où nous sommes principalement investis en Asie, sont en retrait respectivement de 12,8%, 20,3% et 38,0%. Au global, le MSCI Asia ex-Japan est en baisse de 19,2%. Pourtant les économies asiatiques continuent de tirer la croissance mondiale et bénéficient de fondamentaux bien plus encourageants que leurs homologues occidentaux. La Chine finit l'année avec une croissance de plus de 9% tandis que l'Inde devrait voir son PIB augmenter de près de 7% sur l'exercice fiscal 2011.

Les marchés émergents, et tout particulièrement l'Inde et la Chine, ont été pénalisés par des politiques anti-inflationnistes très agressives qui ont présidé à des hausses de taux à répétition tout au long de l'année. En Chine, le gouvernement a prouvé sa détermination à contenir un début de bulle immobilière et à assainir un emballement du marché du crédit résultant de la politique de relance de 2009. En Inde, l'effet négatif du cycle de hausse des taux a été renforcé par un ralentissement brutal du cycle d'investissement alimenté par des scandales politiques et des erreurs de management public très dommageables à l'exécution des grands projets d'infrastructure dans le pays.

Il faut cependant noter deux bonnes nouvelles en ce début d'année 2012. Tout d'abord, le ralentissement de ces deux économies est déjà à l'œuvre, mais contrairement aux grandes puissances occidentales, il s'agit d'un ralentissement modéré, de nature cyclique et orchestré par des politiques monétaires restrictives visant à maîtriser l'inflation et les bulles de crédit. Le potentiel de croissance reste intact et en cas de ralentissement trop brutal, les autorités monétaires ne manqueront pas d'utiliser les marges de manœuvre reconstituées par plus d'un an de hausse des taux. En outre, la sous-performance de ces marchés depuis maintenant deux ans, malgré de fortes hausses des résultats des entreprises, a ramené les valorisations sur des niveaux très attractifs et proches des plus bas de 2008. Le marché indien se traite 12,5x les résultats contre 19,5x en novembre 2010, les valeurs chinoises se paient moins de 10x les résultats, tandis

que le MSCI Asia ex-Japan dans son ensemble se paie 10,6x contre 14x en moyenne depuis 1995.

Nous restons donc fortement investis en Chine (15,2% du portefeuille), en Inde (12,8%) et en Corée (14%) sur des sociétés exposées à l'économie domestique. En Inde, nous sommes toujours principalement exposés au secteur des infrastructures notamment au travers de la société **IDFC**, leader dans le financement des grands projets d'infrastructure. En Chine et en Corée nous privilégions les sociétés de consommation, comme **Oriental Watch**, le distributeur hongkongais de montres de luxe, dont la capitalisation boursière est égale à la valeur de ses stocks, principalement des montres Rolex. En Corée, l'action préférentielle de **LG H&H** traite avec une décote de 75% sur l'action ordinaire sans aucune raison valable. Cette décote nous permet d'acheter une société de croissance exceptionnelle, leader en Corée dans les cosmétiques, les produits ménagers et les boissons, à moins de 6x les résultats.

Le secteur de l'énergie reste également un de nos principaux axes d'investissement. En 2011, les valeurs pétrolières en portefeuille ont été pour la plupart pénalisées par les craintes de ralentissement cyclique en Europe et aux États-Unis. Le baril est pourtant resté ancré au-dessus des \$100 alors que nos sociétés en portefeuille valorisent aujourd'hui un baril compris entre \$60 et \$70. Ce niveau ne nous semble pas soutenable à long terme. **Bellatrix**, notre principale position dans le secteur, bénéficie d'un potentiel de revalorisation très élevé sur la base d'un baril à \$80 et constitue aujourd'hui une des cibles évidentes dans le Cardium au Canada, notamment depuis l'acquisition de son voisin Daylight Energy par le groupe chinois Sinopec.

Les valeurs aurifères ont également pesé sur la performance du fonds malgré une hausse de 18% du métal jaune en 2011. Ces sociétés n'ont jamais été aussi peu chères au regard du cours de l'or. Le marché semble anticiper un retournement des cours de l'or, nous restons pourtant convaincus que les démocraties occidentales continueront à lutter contre le désendettement de leurs États et de leurs consommateurs par des politiques de taux réels nuls et de création monétaire qui favoriseront le cours de l'or à long terme. Même si l'Allemagne semble aujourd'hui réticente à autoriser la BCE à racheter des dettes publiques sans stérilisation des liquidités ainsi créées, il semble illusoire de penser qu'une telle politique est tenable à long terme. L'Allemagne devra assouplir sa position dès lors qu'elle obtiendra des garanties quant aux politiques budgétaires menées par ses partenaires européens.

Nos investissements en France, concentrés sur des métiers d'innovation peu impactés par l'environnement macroéconomique, ont prouvé leur résilience en enregistrant des performances honorables. **Gameloft**, **1000Mercis** et **Tessi** ont respectivement enregistré des performances de -11%, +14,5% et +16,6% malgré l'enlisement de la crise en Europe. Ces trois sociétés conservent une place de choix au sein du portefeuille.

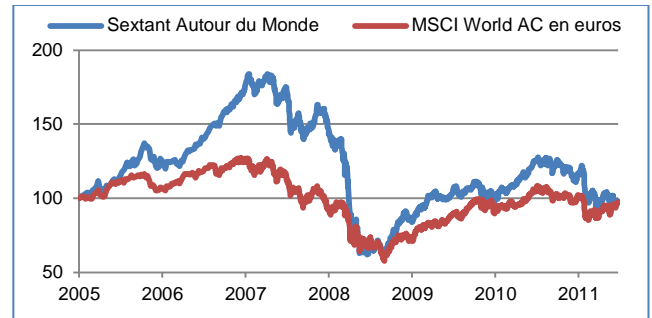
Les niveaux de valorisation atteints par l'ensemble de nos investissements nous semblent excessivement dépréciés en ce début d'année 2012. Si l'économie mondiale reste suspendue aux difficultés des pays de la zone euro, nos sociétés en portefeuille conservent des fondamentaux sains et largement protégés des turpitudes des finances des états occidentaux.





PERFORMANCES

	Sextant Autour du Monde	MSCI World AC en euros
1 an	-21,86%	-6,57%
3 ans	50,90%	41,62%
5 ans	-30,73%	-17,12%
2011	-21,86%	-6,57%
2010	21,30%	18,39%
2009	59,20%	28,04%
2008	-62,95%	-40,99%
2007	23,90%	-0,84%
2006	24,48%	6,57%
2005*	13,33%	10,53%



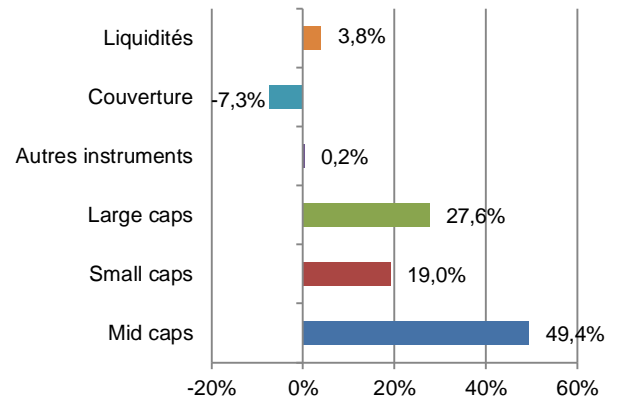
* Sextant Autour du Monde a été lancé le 8 juillet 2005

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

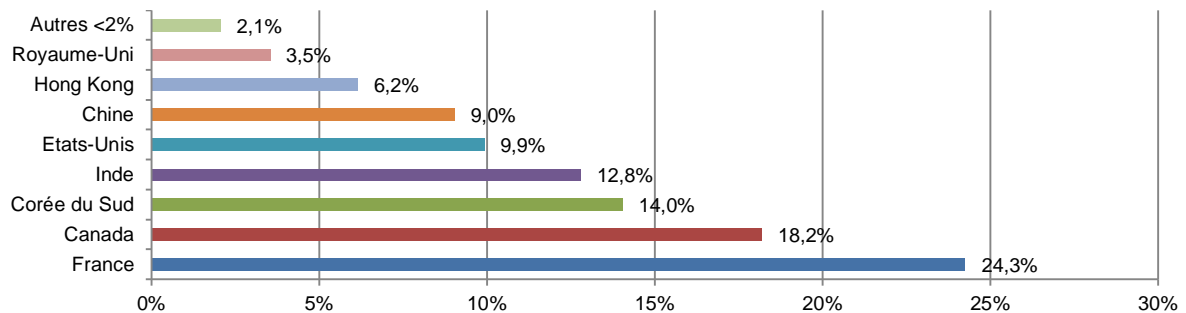
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs
Bellatrix	8,16%	Canada	Énergie
LG H & H	7,90%	Corée du sud	Biens de consommation
Gameloft	7,49%	France	Médias / Internet
1000Mercis	5,93%	France	Médias / Internet
Sohu.com	4,57%	China	Médias / Internet
IDFC	4,19%	Inde	Finance
Shanda Games	4,12%	Chine	Médias / Internet
Whiting	3,45%	États-Unis	Énergie
Tessi	3,45%	France	Finance
Kesa Electricals	3,40%	Royaume-Uni	Distribution

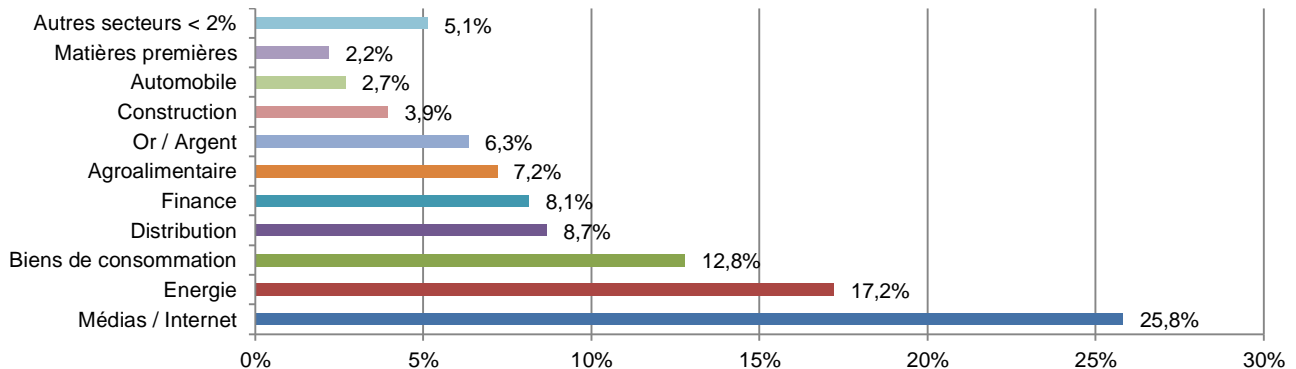
ALLOCATION D'ACTIF



RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI





COMMENTAIRES DE GESTION

Votre fonds 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...)

Début 2011, nous avons décidé de mettre d'avantage l'accent sur les deuxième et troisième leviers, prenant acte du rebond des marchés actions depuis 2009. Ce choix de diversifier l'allocation d'actif de Sextant Grand Large s'est avéré utile cette année. Le fonds a ainsi bien résisté à la crise débutée cet été, affichant un repli de 8,4% en 2011 contre un recul 16,9% pour l'indice CAC 40.

Sur le quatrième trimestre, le fonds recule de 2,7% contre une progression de 6% de l'indice CAC 40. Cette sous-performance s'explique surtout par la forte baisse des petites valeurs (indice CAC Small 90 à -5.5%). L'allocation d'actif a évolué comme suit :

- l'exposition brute aux actions progresse à 68,2% (vs 63,5%)
- une couverture sur indice ramène l'exposition nette aux actions à 58,8% (vs 53%)
- ce portefeuille action comprend trois foncières pour 8,8% de l'actif du fonds (vs 7,4%) et une obligation remboursable en actions pour 3,5%.
- la poche obligataire a été renforcée à 14% de l'actif et inclut un portefeuille de titres hybrides à hauteur de 9,5% (vs. 7,6%) et deux nouvelles lignes d'emprunts corporate représentant 4,5% du fonds (vs. aucun)
- les liquidités représentent 12,1% du portefeuille (vs 26,1%)
- pour mémoire, l'exposition à l'or physique avait été totalement vendue en septembre suite à une modification du Code Monétaire et Financier interdisant désormais aux OPCVM ce type d'investissement.

Le portefeuille actions

L'encours modeste de Sextant Grand Large lui permet toujours d'investir sans contrainte sur le segment des petites et moyennes valeurs où nous trouvons de nombreuses sociétés de bonne qualité que nous jugeons très sous-évaluées. La rotation du portefeuille est restée modérée tant au quatrième trimestre que sur l'année 2011.

Les Certificats Coopératifs d'Investissement émis par les Caisses Régionales du Crédit Agricole constituent toujours la première position du fonds à près de 10% de l'actif. Au-delà de ratios de valorisation très faibles (70% de décote sur fonds propres, 8% de rendement), ces établissements nous paraissent peu risqués : activité de banque de détail, parts de marché élevées, excédents de fonds propres, aucune perte ni dilution des porteurs pendant la crise. La baisse des cours cette année (10% en moyenne dont on peut retrancher 6% de coupon) est d'ailleurs sans commune mesure avec la chute du cours des grandes banques universelles (-49% pour celles cotées au CAC 40).

Les principales autres lignes actions restent **Oeneo**, **Trilogiq**, **Precia**, **Passat**, **Tessi** et **LG Household & Healthcare préf.** (3,5% à 4,5% du fonds chacune). Ces valeurs devraient être plus sensibles à leurs fondamentaux spécifiques qu'à une hypothétique amélioration de la conjoncture. Par exemple, la préférentielle LG H&H décote de 75% sur l'action ordinaire et nous permet de détenir une société en forte croissance, leader en Corée dans les cosmétiques, les produits ménagers et les boissons à seulement 7x les résultats.

Deux nouvelles lignes ont été introduites au cours du trimestre : **Shanda Games** et **IMMSI**, une holding qui décote de 50% sur sa participation dans Piaggio. Nous avons vendu **Kinepolis** après un beau parcours et un potentiel naturellement plus limité ainsi que **Sucrière de Pithiviers**, objet d'une OPA.

La répartition géographique et sectorielle des actions reflète l'absence d'allocation macro-économique dans le fonds et résulte de fortes convictions sur des valeurs individuelles.

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 nous semble être un instrument idéal de protection contre un retour de l'inflation : les loyers suivent la hausse des prix alors que les foncières peuvent s'endetter à taux fixe en face. La régularité des loyers fournit également un support aux valorisations en cas de crise économique. A noter que les foncières cotées investissent dans l'immobilier tertiaire, au rendement satisfaisant (exemple : 6% pour du bureau dans Paris) et pas dans la bulle de l'immobilier résidentiel. Les cours de **Terreis** et **Foncière Paris France** (objet d'une OPA) ont progressé tant sur l'année que sur le quatrième trimestre. Nous avons en revanche été pénalisés par **Immobiliare Grande Distribuzione**, une foncière de centres commerciaux en Italie en recul de 35% sur le trimestre. La société, qui n'a pas de problèmes opérationnels à ce jour, fait les frais de la défiance des marchés face à l'Italie et traite désormais 70% en dessous de son ANR.

Le portefeuille obligataire

Nous avons identifié début 2011 une opportunité sur les titres hybrides émis par les institutions financières. Pour mémoire, on entend par titres hybrides des obligations perpétuelles que les émetteurs sont autorisés à inclure dans leurs ratios de solvabilité. Paradoxalement, la crise financière de 2008 a engendré un nombre très limité de défauts sur ces papiers. Cette non-absorption des pertes s'est avérée tellement criante que les régulateurs ont prévu de ne plus prendre en compte les papiers aujourd'hui en circulation dans les futures normes de Bâle III. On peut donc raisonnablement anticiper que ces titres, très onéreux pour de la dette ordinaire, soient remboursés dans les années à venir.

La défiance généralisée envers le système bancaire apparue au cours de l'été a conduit ce portefeuille à ne pas du tout jouer le rôle défensif que nous escomptions. La baisse atteint 30% en moyenne sur l'année. Les papiers à taux fixes que nous avons acheté sur des rendements au call de 9% à 11% traitent désormais sur des rendements de 22% à 36%. Également affectés par le niveau historiquement bas des taux longs, les papiers rapportant en continu le taux d'intérêt à 10 ans ne traitent plus qu'en moyenne 40% du nominal.

Malgré cette déconvenue, nous restons néanmoins optimistes. Pour essayer un défaut de paiement sur ces papiers hybrides, les actionnaires doivent préalablement avoir été ruinés avec en plus l'incapacité pour la banque de procéder à une augmentation de capital. La qualité objective des émetteurs en portefeuille (**Crédit Mutuel**, **Raiffeisen**, **BNP Paribas**...) ne justifie pas à nos yeux ce retour à des cours proches de ceux atteints pendant la crise de 2008-2009. Nous en avons donc profité pour moyenniser en baisse (notamment l'émission **BPCE 9.25%** à 65% du nominal).

Nous avons par ailleurs profité du stress des marchés pour acheter à bon compte les obligations de deux sociétés en situation de trésorerie nette positive, notamment l'émission **Soitec 6.25% 2014** sur un rendement à maturité de 12%.

Perspectives

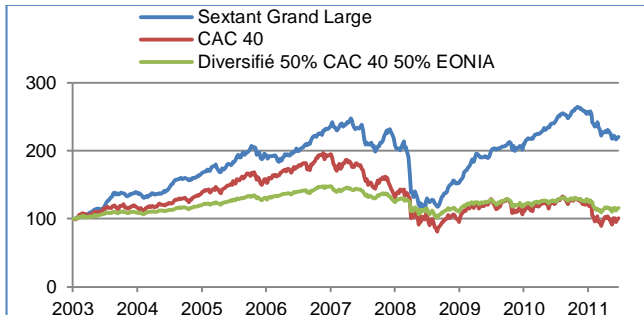
L'année 2012 se présente dans un climat morose et récessif mais sans changement drastique d'environnement comme à l'automne 2008 et avec des bilans plus solides. Nous gardons une marge de sécurité élevée sur les titres présents dans Sextant Grand Large, tant en termes de qualité des dossiers que de valorisation.



PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteurs
Trilogiq	France	Industrie
Precia	France	Industrie
Passat	France	Biens de consommation
Terreis	France	Immobilier
Tessi	France	Finance

PERFORMANCES

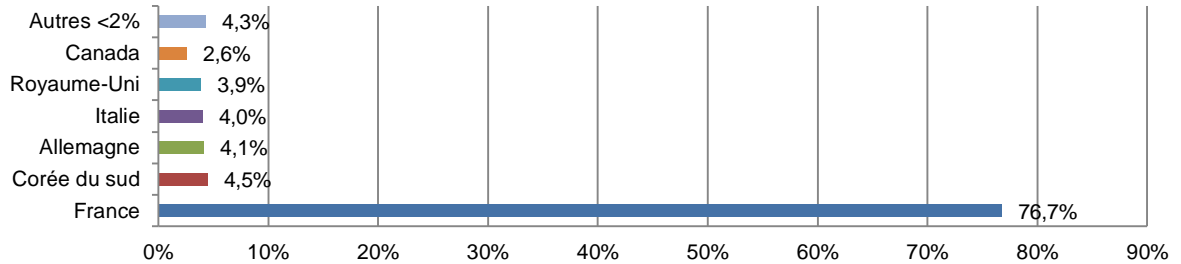


	Sextant Grand Large	CAC 40	Diversifié 50% CAC 40 50% EONIA
1 an	-8,36%	-16,95%	-7,54%
3 ans	83,86%	-1,81%	2,76%
5 ans	8,53%	-42,98%	-16,62%
2011	-8,36%	-16,95%	-7,54%
2010	24,08%	-3,34%	-0,83%
2009	61,70%	22,32%	12,00%
2008	-49,19%	-42,68%	-21,19%
2007	16,16%	1,31%	2,98%
2006	12,69%	17,53%	10,26%
2005	26,71%	23,40%	12,41%
2004	24,72%	7,40%	5,61%
2003*	14,26%	13,37%	6,39%

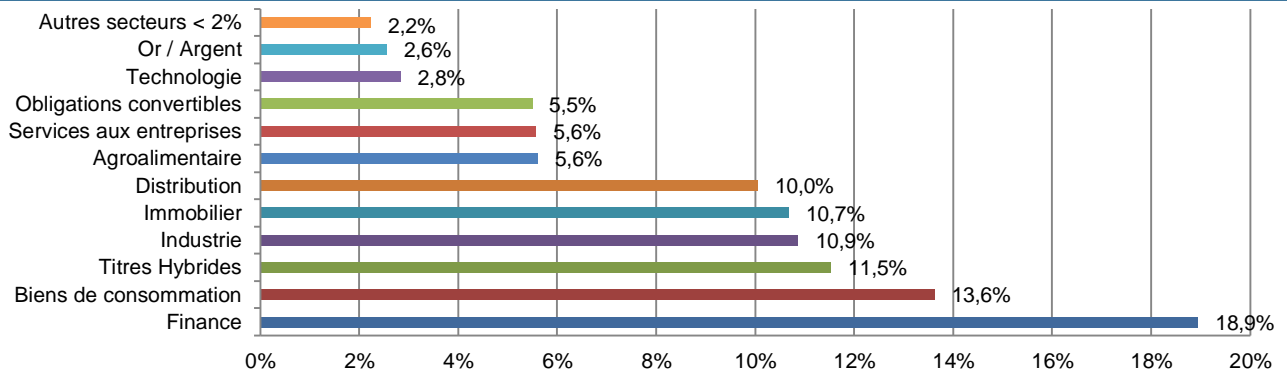
* Sextant Grand Large a été lancé le 11 juillet 2003

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

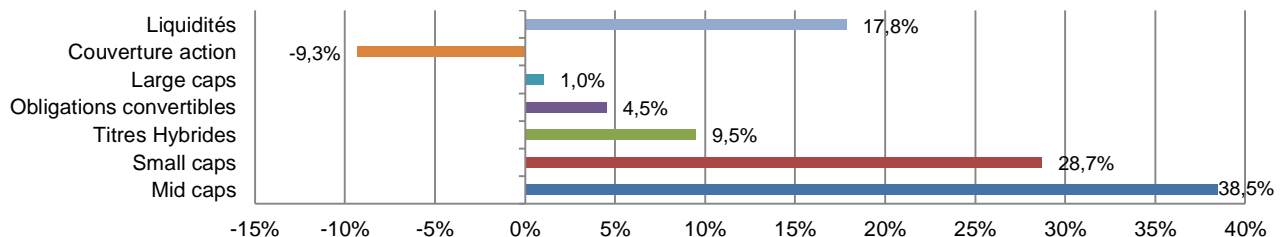
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION ET TYPES DE PRODUITS





COMMENTAIRES DE GESTION

La reprise de plus de 15% de Sextant Peak Oil sur le dernier trimestre n'a pas empêché votre fonds de terminer l'année 2011 sur un recul important de 18%.

Ce n'est pourtant pas faute d'excellents résultats des sociétés en portefeuille – aidés par un prix du pétrole historiquement élevé. Même si le Brent n'a pas atteint le pic de juin 2008, son prix moyen atteint un record annuel à 110\$ en 2011. La crise européenne et les craintes de récession mondiale ont ainsi entraîné une compression majeure des multiples des titres cotés : tétanisés, les investisseurs ne veulent plus prendre de « paris » long terme sur un secteur considéré comme cyclique. C'est ainsi que malgré des résultats records, les sociétés du portefeuille ont souvent vu leur titre reculer en 2011.

En 2011, le « Printemps arabe » a créé toutes sortes de perturbations sur l'offre. Après la perte de la production libyenne et l'embargo sur le pétrole syrien, c'est désormais l'importante question iranienne qui fait l'actualité. Au-delà de sa propre production (5% de la production mondiale), l'Iran a la capacité de perturber significativement l'approvisionnement mondial, 20% du pétrole produit transitant par le détroit d'Ormuz. Pendant le même temps, la consommation mondiale n'a jamais été aussi élevée, à 88.1 millions de barils par jour, tirée par une forte demande en Asie. La Chine a vu notamment sa consommation progresser à nouveau, de 7% en 2011. Mais chaque habitant de l'Empire du Milieu consomme aujourd'hui autant de pétrole qu'un Américain n'en consommait il y a un siècle !

Nombre de titres ont enregistré des rebonds importants au cours du trimestre, comme **Bellatrix** (+55% en euros), **Whiting** (+38%) ou encore **TGS** (+22%).

Dans le champ américain du Bakken, l'action **Whiting** a été favorisée par d'excellents résultats de production ainsi que par l'OPA sur son voisin **Brigham** par le Norvégien Statoil, signe que les majors pétrolières lorgnent ce champ en forte croissance. De la même manière, dans le champ du Cardium au Canada, **Bellatrix** et **Bonterra Energy** ont affiché de très bonnes performances après l'acquisition de leur voisin, Daylight Energy, par le groupe chinois Sinopec. Ces trois titres présentent la caractéristique de combiner à la fois un potentiel élevé sur la base d'une hypothèse de 80\$/baril et d'être désormais des cibles évidentes pour des sociétés de grosse taille. **TGS** continue à bénéficier de l'intérêt grandissant des pétroliers pour l'exploration en eaux profondes dont c'est un des principaux experts dans le monde. La société continue à générer d'excellentes rentabilités sur ses investissements, et demeure pourtant toujours faiblement valorisée par le marché.

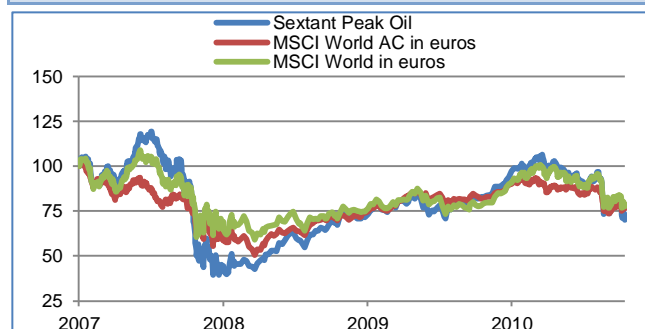
Parmi les mauvaises performances du trimestre, il faut signaler **Entrepose Contracting**, qui s'est fortement repliée à la suite de difficultés rencontrées sur son principal chantier en Papouasie, au service d'Exxon. Nous pensons cependant que ces difficultés liées à des circonstances extrinsèques dont Entrepose n'est pas responsable n'auront pas d'impact significatif sur la rentabilité de ce contrat et que la valeur de la société à long-terme a peu évolué.

Parmi les transactions significatives ce trimestre, nous avons soldé notre position en **Arcan Resources** en raison de doutes sur la stratégie d'investissement menée par la société. En revanche, nous avons initié une ligne sur la société **Vallourec**. **Vallourec** est en effet un des trois seuls acteurs dans le domaine des tubes à haute valeur ajoutée pour l'industrie pétrolière, dont les besoins augmentent très fortement avec le

déplacement progressif de la production de pétrole vers les eaux profondes et les réservoirs non conventionnels. La valorisation reflète habituellement cette position privilégiée ainsi que la qualité de la direction de l'entreprise. Nous avons néanmoins profité de la très forte baisse du cours ces derniers mois pour investir autour de 40€, qui représentent simplement la valeur des capitaux employés de la société. Nous pensons que c'est une valeur à la casse qui ne valorise pas la création de valeur de la société et donc un excellent point d'entrée de long-terme. Nous estimons en effet que le marché a sur-réagi aux annonces décevantes de retards dans la montée en cadence des nouvelles capacités de production du groupe qui ne changent pas selon nous significativement le niveau de ses profits à moyen et long terme.

PERFORMANCES

	Sextant Peak Oil	MSCI World AC (en euros)	MSCI World AC Energy (en euros)
1 an	-17,92%	-6,58%	1,19%
2 ans	6,45%	10,60%	18,84%
3 ans	84,35%	41,64%	42,19%
2011	-17,92%	-6,58%	1,19%
2010	29,69%	18,39%	17,44%
2009	73,18%	28,04%	19,64%
2008	-57,92%	-40,99%	-36,61%



* 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.

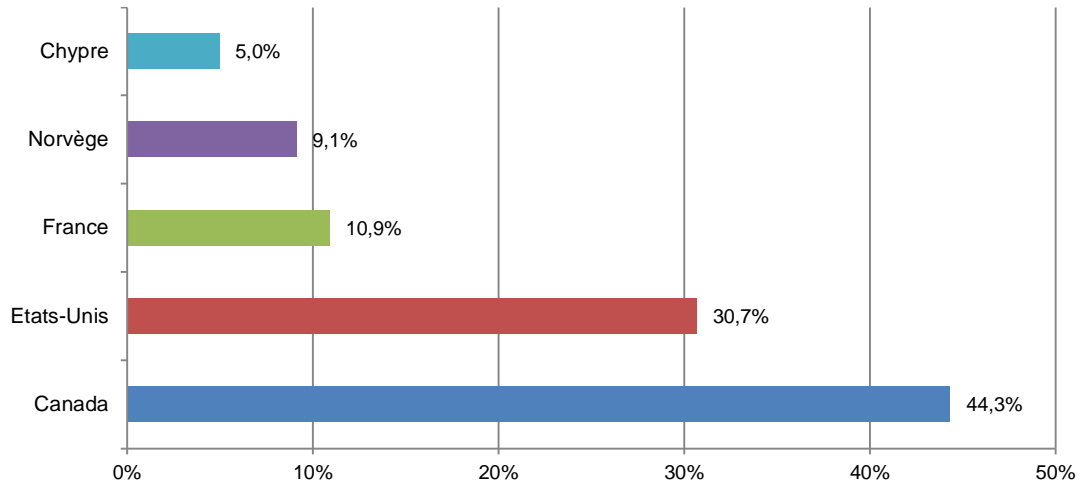
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs
Bellatrix	8,93%	Canada	compagnies pétrolières indépendantes
TGS	8,60%	Norvège	services pétroliers : spécialisés
Whiting	7,66%	États-Unis	compagnies pétrolières indépendantes
Hess	7,27%	États-Unis	compagnies pétrolières indépendantes
Entrepose Contracting	6,84%	France	services pétroliers : spécialisés
Halliburton	4,87%	États-Unis	services pétroliers : diversifiés
Schlumberger Ltd.	4,71%	États-Unis	services pétroliers : diversifiés
Prosafe SE	4,69%	Chypre	services pétroliers : spécialisés
Bonterra Energy Ord	4,65%	Canada	compagnies pétrolières indépendantes
Silverbirch	4,44%	Canada	sables bitumineux

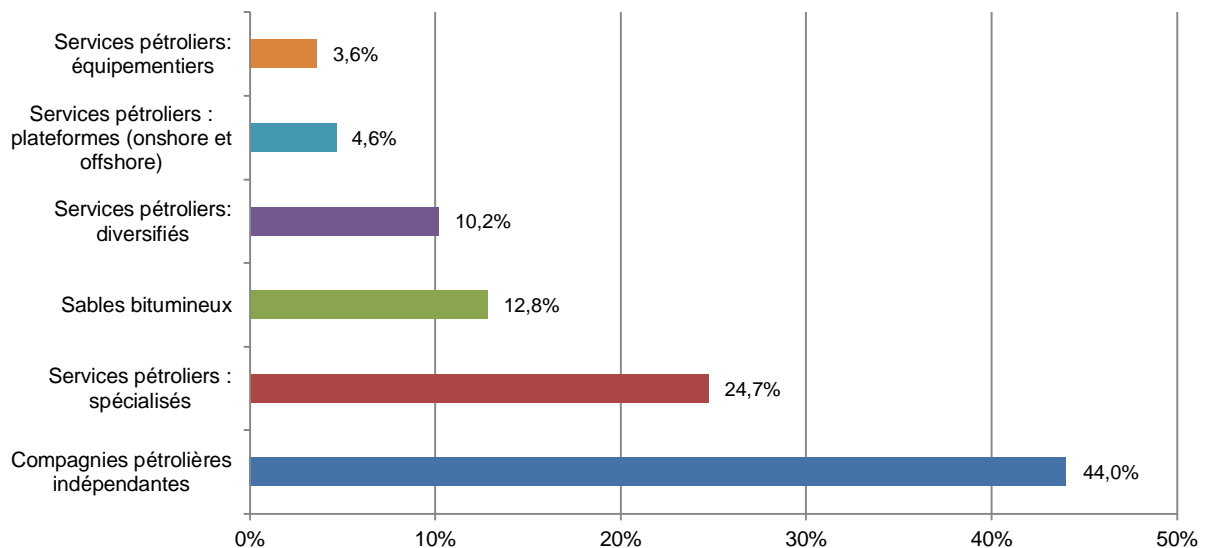




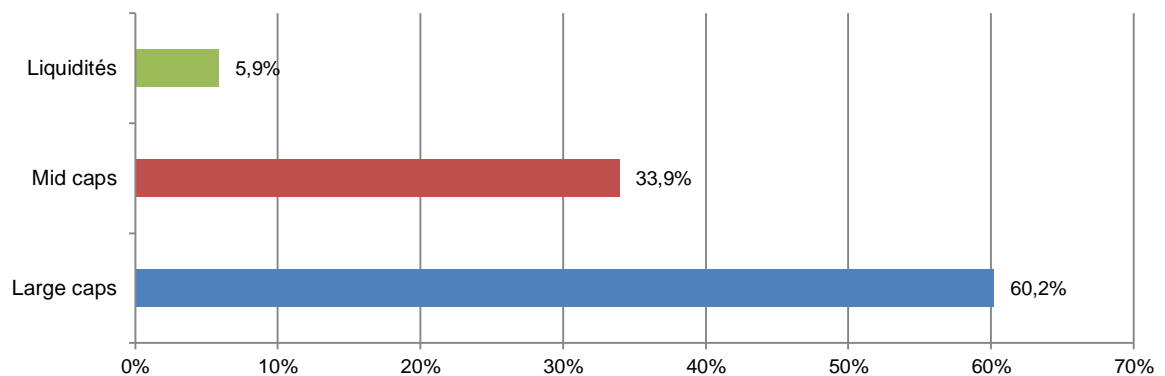
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION



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.

La performance du fonds a été décevante en 2011, à -21%. Comment l'expliquer ? Parmi nos positions acheteuses, les valeurs de matières premières qui avaient fait une très bonne performance en 2010 ont beaucoup souffert cette année, notamment **Petrobakken** (pétrole), **Avanti** (molybdène) et **Bear Creek** (argent). Les deux dernières citées sont dotées d'excellentes directions qui ont fait leurs preuves et possèdent des actifs de classe mondiale. Elles possèdent donc toujours une valeur optionnelle très élevée. Une exception notable dans le pétrole a été **Bellatrix** en hausse de 2% sur l'année. **Bellatrix** demeure notre principale conviction dans le secteur grâce à la qualité de ses réserves, encore largement sous-évaluées.

Dans les autres secteurs, **Francotyp** et **Kesa** ont déçu malgré des valorisations de départ pourtant très faibles. Nous avons investi trop tôt sur **Kesa** mais pensons que la valorisation actuelle anticipe une dégradation excessive de la consommation en France, alors que Darty y gagne régulièrement des parts de marché. Le dividende de 9%, soutenable, selon nous, devrait également contribuer au soutien du titre. En ce qui concerne **Francotyp**, une restructuration plus longue que prévue a pesé sur la performance du titre en 2011 mais elle est désormais achevée et le groupe va redevenir dès cette année un très fort générateur de trésorerie qui devrait être progressivement rendue aux actionnaires, ce qui sera la clé de la revalorisation du titre dans les années à venir.

Parmi les bonnes performances de l'année, **Tessi** a notamment bénéficié de son activité de transport et fourniture de pièces d'or et devises qui a soutenu des résultats très faiblement valorisés par le marché alors que les actionnaires profitent d'un rendement en croissance régulière et de rachats d'actions opportunistes.

Nos positions vendeuses nous ont desservis cette année si bien que nous avons choisi de nous recentrer sur des couvertures indicelles plutôt que des positions vendeuses sur des titres particuliers. Aujourd'hui nos couvertures indicelles sont diversifiées sur les indices européens, américains et coréens.

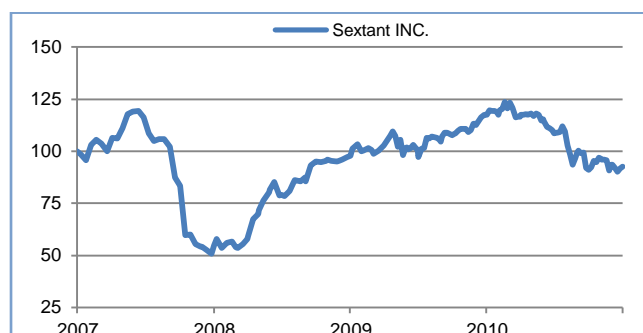
Au cours du 4^{ème} trimestre, le portefeuille a très peu évolué. Le seul changement notable est l'investissement dans l'action préférentielle de **LG Household & Healthcare**, une société coréenne de biens de consommation de très grande

qualité, gérée par des professionnels, qui a réalisé des performances remarquables depuis dix ans sur le marché coréen et qui se développe aujourd'hui en Chine. L'action préférentielle décote de 75% et paraît donc spécialement attractive.

PERFORMANCES

Sextant INC.	
1 an	-21,33%
2 ans	-5,34%
3 ans	69,17%
2011	-21,33%
2010	20,33%
2009	78,70%
2008	-45,31%
2007*	2,94%

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



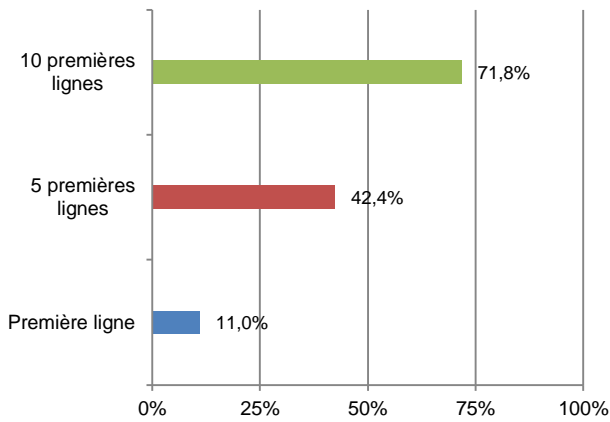
Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.

PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

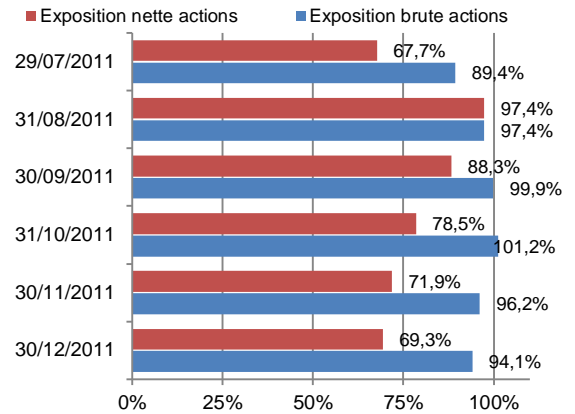
Libellé	Pays	Secteur
Passat	France	Biens de consommation
Bellatrix	Canada	Énergie
Tessi	France	Finance
1000Mercis	France	Médias / Internet
Francotyp Postalia	Allemagne	Services aux entreprises



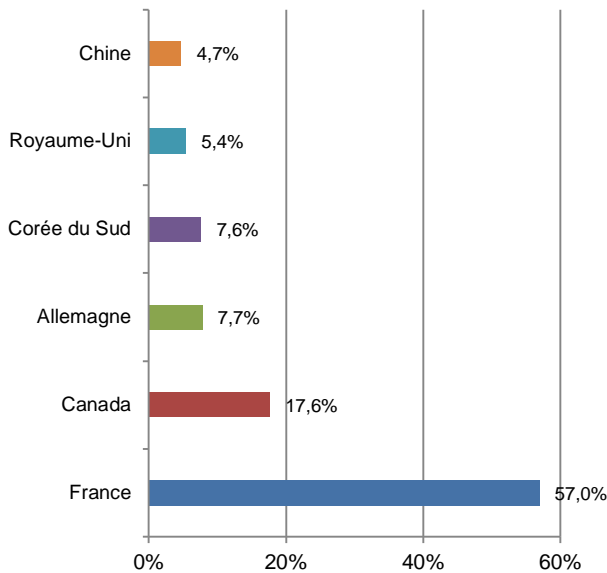
CONCENTRATION DU PORTEFEUILLE



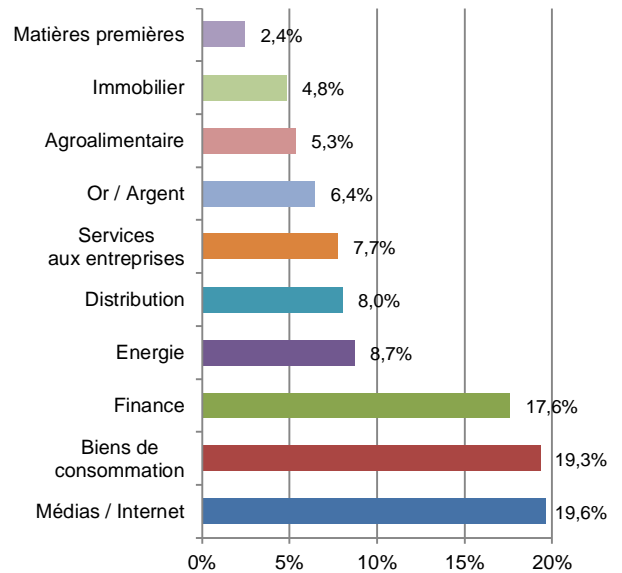
EXPOSITIONS AUX ACTIONS



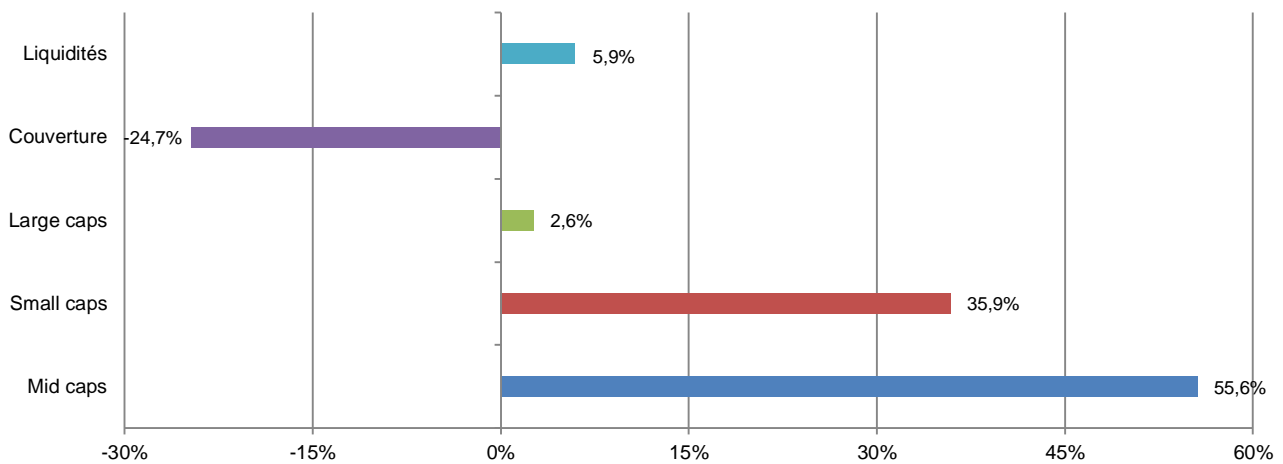
RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



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 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 ; 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.

9 Avenue Percier 75008 Paris

Tel. +33 1 47 20 78 18

Internet www.amiralgestion.fr

Société par actions simplifiée au capital social de 552 568€

Société de gestion de portefeuille – Agrément AMF n°GP-04000038 – 445 224 090 RCS Paris