

## RAPPORT DE GESTION DU 4<sup>E</sup> TRIMESTRE 2011

### COMMENTAIRES DE GESTION

L'indice Stoxx 600 a repris 8% au 4<sup>ème</sup> 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** 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 nullement 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 4<sup>ème</sup> trimestre ont été réalisées autour de la thématique de retour de cash aux actionnaires. Ainsi les titres **Imperial Tobacco** et **Next** ont progressé en euro respectivement de 15 et 12% ; **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** (-20%) et **Kesa** (-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 3<sup>ème</sup> 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.

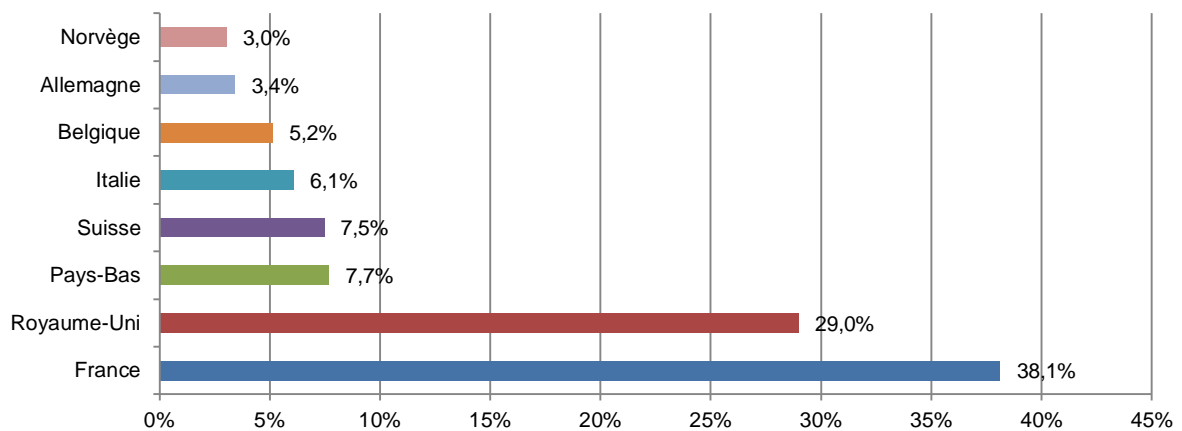
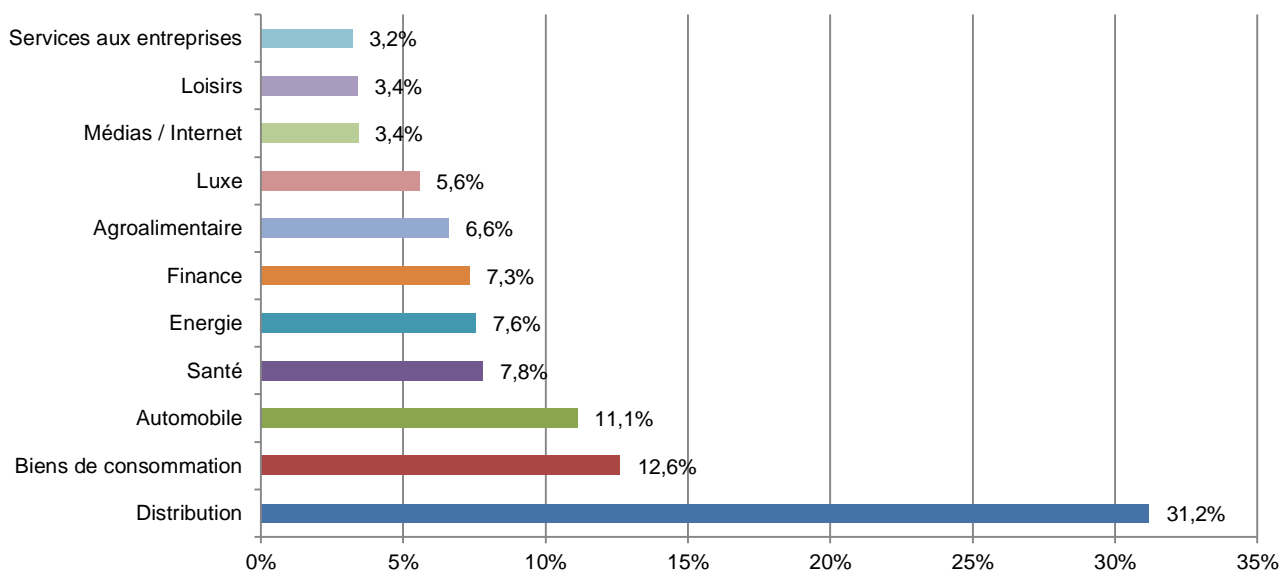
Nous sommes confiants sur les perspectives à moyen terme des titres constituant votre portefeuille Sextant Europe. Nous avons éliminé au troisième trimestre les titres qui nous paraissaient trop sensibles à la crise financière (sociétés endettées ou exposées directement aux risques obligataires et les avons remplacés par des profils plus pertinents dans le contexte actuel (**Ahold**, **Whitbread**...).

### 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	Pays	Secteur
<b>Kesa Electricals</b>	Royaume-Uni	Distribution
<b>Imperial Tobacco</b>	Royaume-Uni	Biens de consommation
<b>Renault</b>	France	Automobile
<b>Christian Dior</b>	France	Luxe
<b>Debenhams</b>	Royaume-Uni	Distribution
<b>D'leteren</b>	Belgique	Automobile
<b>Koninklijke Ahold NV.</b>	Pays-bas	Distribution
<b>Stallergènes</b>	France	Santé
<b>Next PLC</b>	Royaume-Uni	Distribution
<b>Entrepose Contracting</b>	France	Énergie

**RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI**

**RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI**

**RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION**
