

Sextant Grand Large Rapport de gestion du deuxième trimestre 2010

Le fonds Sextant Grand Large est un fonds flexible. Son objectif est d'investir en actions avec un souci particulier de préservation du capital. Pour ce faire, le fonds :

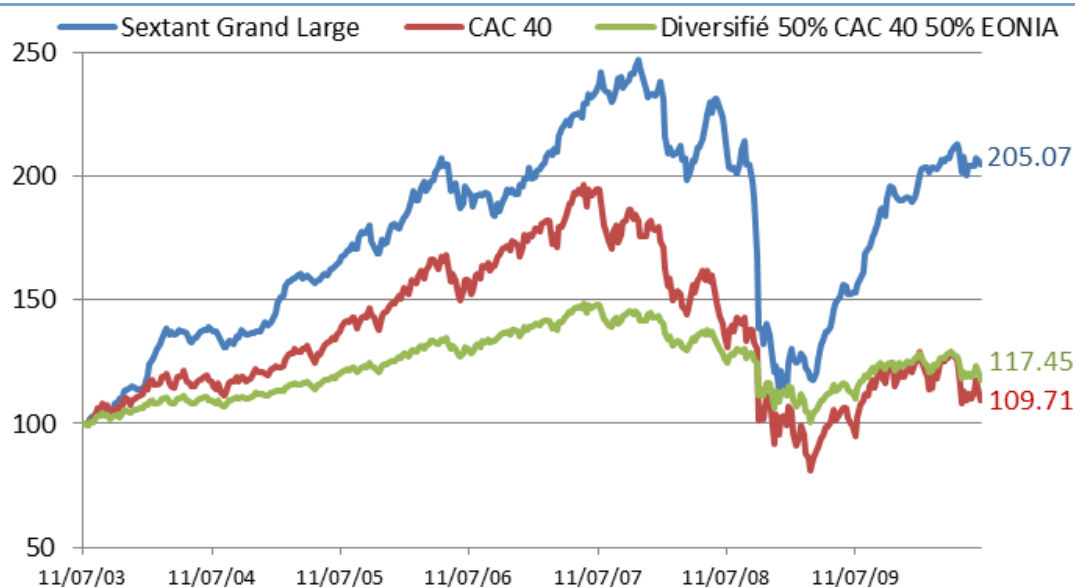
- privilégie des idées d'investissement présentant une marge de sécurité importante : sociétés dont l'activité est pérenne, la situation financière solide, et qui possèdent des actifs tangibles importants...
- peut faire varier la part de son actif investie en actions entre 0% et 100%. Cette part investie dépendant des idées d'investissement de l'équipe d'Amiral Gestion, et non de considérations macroéconomiques.
- peut investir dans des obligations convertibles, des métaux précieux ou d'autres OPCVM grâce à son statut de fonds de fonds.

PERFORMANCES

L'actif net de Sextant Grand Large est au 30 juin 2010 de 15,52 millions d'euros. Cet encours modeste nous permet de saisir facilement les opportunités qui se présentent sur le segment des petites et moyennes valeurs.

La valeur liquidative du fonds progresse de 5.59% depuis le début de l'année versus -12,54% pour l'indice CAC 40 et +1,19 % pour l'indice CAC Small 90. La surperformance s'explique par le stock-picking.

Performances											
	1 an	3 ans	5 ans	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003 ¹
Sextant Grand Large	34,80%	-11,85%	25,10%	5,59%	61,70%	-49,19%	16,16%	12,69%	26,71%	24,72%	14,26%
CAC 40	10,01%	-43,14%	-18,02%	-12,54%	22,32%	-42,68%	1,31%	17,53%	23,40%	7,40%	13,37%
Diversifié 50% CAC 40 50% EONIA	4,43%	-20,20%	-0,85%	-7,26%	12,00%	-21,19%	2,98%	10,26%	12,41%	5,61%	6,39%



Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des performances futures de l'OPCVM, l'indice est hors dividendes alors que le fonds ne propose que des parts de capitalisation.

¹ Sextant Grand Large a été lancé le 11 juillet 2003


CINQ PREMIERES POSITIONS AU 30 JUIN 2010

Libellé	Pays	Secteurs
Tessi	France	Finance
Passat	France	Biens de consommation
Oeneo 7.000% 31-Mar-2017 ORA	France ORA ²	Industrie agroalimentaire
Vet'Affaires	France	Distribution
Trilogiq	France	Industrie

PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

La rotation du portefeuille a été élevée ce trimestre sous l'effet de nouvelles idées d'investissement. Pour paraphraser Warren Buffett, nous avons souvent « vendu 60 cents a dollars pour racheter 40 cents a dollars », c'est-à-dire vendu des titres sous-valorisés pour racheter d'autres titres encore plus sous-valorisés.

POSITIONS INCHANGEES

Tessi reste la première position du fonds. La société détient des parts de marché très fortes dans des métiers délaissés du traitement de chèques (duopole), la cotation et le transport de l'or physique (monopole) et des devises, du traitement de documents et des services marketing (oligopole).

Le marché attribue volontiers la progression des résultats à la seule activité or, qui a profité de la hausse du prix et des volumes de transaction sur le métal jaune en 2009. En réalité, la progression s'explique tout autant par la restructuration d'activités en pertes (les activités de transports de fonds, celles achetées à Cegedim). Une marge nette stabilisée autour de 10% comme en 2009 et nous paraît pérenne.

La valorisation nous paraît anormalement basse compte tenu des parts de marché et de la récurrence des métiers, avec un ratio valeur d'entreprise sur résultat d'exploitation de 3,5 fois.

Tessi pourrait par ailleurs bénéficier de l'ouverture cette année du marché brésilien du traitement de chèques.

Passat est spécialisé dans la vente assistée par la vidéo de produits innovants dans l'outillage, le jardinage et la décoration. **Passat** a pleinement réussi son retournement sous la direction de la famille Broszio. Le chiffre d'affaires est reparti à la hausse en 2009 tant en France et en Espagne qu'aux Etats-Unis et chaque division géographique a vu sa rentabilité atteindre des niveaux très satisfaisants.

La valorisation reste extrêmement basse, autour de 3.2 fois le résultat d'exploitation 2010.

Sucrière de Pithiviers : Cette société familiale produit du sucre à partir de la filière betteravière. Plus de 80% de sa capitalisation boursière est couverte par sa trésorerie. La valeur d'entreprise résiduelle représente 1,5 fois le résultat opérationnel annuel moyen généré par la société au cours de la dernière décennie.

Qui plus est, l'entreprise va générer des résultats exceptionnels cette année, grâce à la conjugaison de prix mondiaux record et d'une excellente récolte. Nous touchons un rendement appréciable de 4.5% par an.

² Obligation Remboursable en Actions

Pharmagest Interactive : La société équipe 43% des pharmacies françaises avec son logiciel LGPI. A partir de cette base d'activité récurrente, la société propose de nombreux services périphériques à valeur ajoutée et à fortes marges (publicité sur le point de vente, télétransmission, accès internet sécurisé, outils de gestion des stocks...), d'où un fort potentiel de progression des résultats dans les années à venir. Le groupe se développe également à l'international et sur le marché prometteur des maisons de retraite. Valorisé à peine 7.5x son résultat d'exploitation, son potentiel ne nous semble pas pris en compte par le marché.

China Hongxing Sport est un fabricant chinois qui commercialise auprès de grossistes des chaussures et vêtements de sport pour le marché domestique sous la marque Erke. Cette dernière est présente dans 3800 points de vente exclusifs, sur l'ensemble du territoire chinois. Après la clôture des Jeux Olympiques en 2008, la distribution a dû gérer des stocks excédentaires dans un contexte de ralentissement des ventes. La plupart des sociétés cotées ont vu leur cours de bourse s'effondrer. Nous anticipons la reprise des commandes pour le deuxième semestre 2010. Bien que **Hongxing** n'ait jamais perdu d'argent et sa position de cash net représente 140% de la capitalisation boursière.

Shanda Games : Cette société chinoise, numéro deux des jeux en réseaux dans un pays de 400 millions d'internautes, s'appuie sur une communauté de 70 millions de joueurs actifs dont 10 millions payants, ce qui lui permet de générer un chiffre d'affaires de 500 millions d'euros pour un résultat d'exploitation de 140 millions. Elle connaît une croissance forte, assise sur le développement du taux de pénétration de l'Internet. La société a annoncé un recul de 15% de ses ventes au T1 2010 expliqué par la contre-performance de son jeu vedette Mir. La valorisation actuelle reste raisonnable avec un PE de 9X l'année en cours et une position de trésorerie qui couvre 20% de la capitalisation boursière.

ACHATS

Trilogiq : Nous avons introduit dans le portefeuille la société **Trilogiq**. Cette société propose aux industriels souhaitant améliorer leur productivité, un mobilier qui se monte comme un lego, pour s'adapter aux spécificités de chacun des postes de travail de la chaîne de montage. Une visite sur le site de la société www.trilogiq.com vous permettra de comprendre la simplicité des produits et leur efficacité. Le marché final servi est de petite taille, proche de 250 millions de Dollars et les acteurs sont peu nombreux. La barrière à l'entrée réside dans la qualité et le maillage du réseau commercial.

La valorisation nous paraît aujourd'hui très attractive : outre la rentabilité de la société qui affiche une marge nette de 13%, la trésorerie couvre pratiquement la moitié de la capitalisation boursière. De plus, la valeur d'entreprise représente moins de 3 années de résultat d'exploitation.

Bellatrix Exploration : Nous avons constitué une position en **Bellatrix Exploration**. Cette société produisait historiquement du gaz et a frôlé la faillite en 2009. Elle a depuis été totalement désendettée et reprise par une nouvelle équipe de direction. Le portefeuille d'actif de la société comporte une concession prometteuse dans le Cardium, un champ de pétrole canadien très convoité. Cette seule concession pourrait valoir significativement plus que le cours de bourse actuel selon des hypothèses conservatrices.

Bonterra Energy : Cette société canadienne produit du pétrole à partir d'un champ à la géologie bien connue dans l'ouest canadien. Sa politique est de reverser 75% de son excédent brut d'exploitation mensuel à ses actionnaires (le titre offre ainsi 8% de rendement au niveau actuel), et de réinvestir le reste pour maintenir sa production. En réalité, la mise en place de nouvelles techniques de production va leur permettre d'accéder à des réserves qui ne l'étaient pas auparavant, et d'augmenter ainsi sensiblement la production.

Marr Spa : Marr est le deuxième opérateur du Food Service en Italie avec une part de marché de 8% derrière Metro (14%), le reste de la concurrence étant constitué de petites sociétés. Le modèle économique est très

proche de celui d'un répartiteur pharmaceutique, les médicaments étant remplacés par des victuailles. La croissance de l'activité est tirée au niveau sectoriel par la progression de la restauration hors foyer et au niveau de Marr, par des gains de part de marché (chiffre d'affaire +45% en 5 ans versus -3% pour Metro). Le métier est très récurrent, en témoigne la poursuite de la progression des résultats malgré la crise de 2009. La valorisation nous paraît très raisonnable avec un PE de 10x et un rendement de 7%. Les sociétés comparables se traitent sur des ratios 50% plus élevés

Profarma Distribuidora : Cette société familiale est un spécialiste de la distribution de produits cosmétiques et le troisième répartiteur pharmaceutique au Brésil avec une part du marché domestique proche de 12%. La consolidation d'un marché aujourd'hui fragmenté ainsi que la croissance structurelle de la consommation de médicaments dans les pays émergents nous font anticiper un profil de croissance très favorable. La valorisation est très raisonnable avec une valeur d'entreprise qui représente six années de résultat d'exploitation.

MBB Industries : MBB est une société holding qui investit dans la restructuration de PME allemandes en difficulté. Le track record de l'équipe est excellent avec un taux de rendement interne moyen des investissements de 30% sur la période 1995-2009. Pour une capitalisation boursière de 48 Millions d'Euros, le cash net de la holding s'élève à 29 Millions d'Euros, faisant ressortir une valeur d'entreprise de 19 Millions d'Euros... alors que les activités actuellement en portefeuille ont réalisé 116 millions d'euros de chiffre d'affaire et 4 Me de résultat opérationnel en 2009

Put BP 240, 12 décembre 2010

Suite à la marée noire dans le Golfe du Mexique, la capitalisation boursière de BP a chuté de plus de 100 Mds de dollars. Bien que ce niveau apparaisse exagéré par rapport à la facture que devra payer le groupe Britannique, les conséquences de la marée noire demeurent incertaines. De ce fait, nous n'avons pas souhaité investir directement sur le titre BP dans un fonds à vocation défensive comme Sextant Grand Large (contrairement à Sextant Peak Oil).

En revanche, nous avons tiré profit de la panique et de la volatilité extrême atteinte sur le titre pour vendre des options de vente sur BP. Cette opération nous obligerait à acquérir des actions BP au cours de 240 pence à hauteur de 3% du fonds dans le cas où le titre chuterait sous ce niveau (on cotait alors 349 pences). Si le titre tombait à ces niveaux, nous serions heureux d'acheter du BP à ce prix encore plus bradé. A défaut, nous sommes très bien rémunérés pour prendre ce « risque » par l'encaissement de la prime de l'option.

RENFORCEMENTS

Vet'Affaires : Nous avons renforcé la position du fonds en Vet'Affaires. Après des années difficiles, nous pensons que Vet'affaires a mis en place les conditions d'un retour de la croissance à surface comparable qui aura un fort effet de levier sur les résultats. Pour la première fois depuis plusieurs années, le chiffre d'affaire à surface comparable repart à la hausse (+8% au 2^e trimestre).

ANF Immobilier : Nous avons poursuivi la constitution de la ligne au cours du trimestre. ANF Immobilier est une foncière (SIIC) qui détient un patrimoine immobilier haussmannien à Marseille (40% du portefeuille) et Lyon (30%) et les murs de la chaîne d'Hôtel B&B (30%).

Alors que la valorisation du dossier est donc pleinement justifiée par l'existant, nous bénéficions d'une option gratuite sur la revalorisation du patrimoine marseillais à moyen-long terme. Le patrimoine d'ANF est en effet concentré rue de la République, en plein cœur de la zone Euromed (7 Mds € d'investissements).

De manière générale, les foncières cotées nous apparaissent comme une bonne couverture contre un retour de l'inflation grâce à l'indexation des loyers.

ALLEGEMENTS

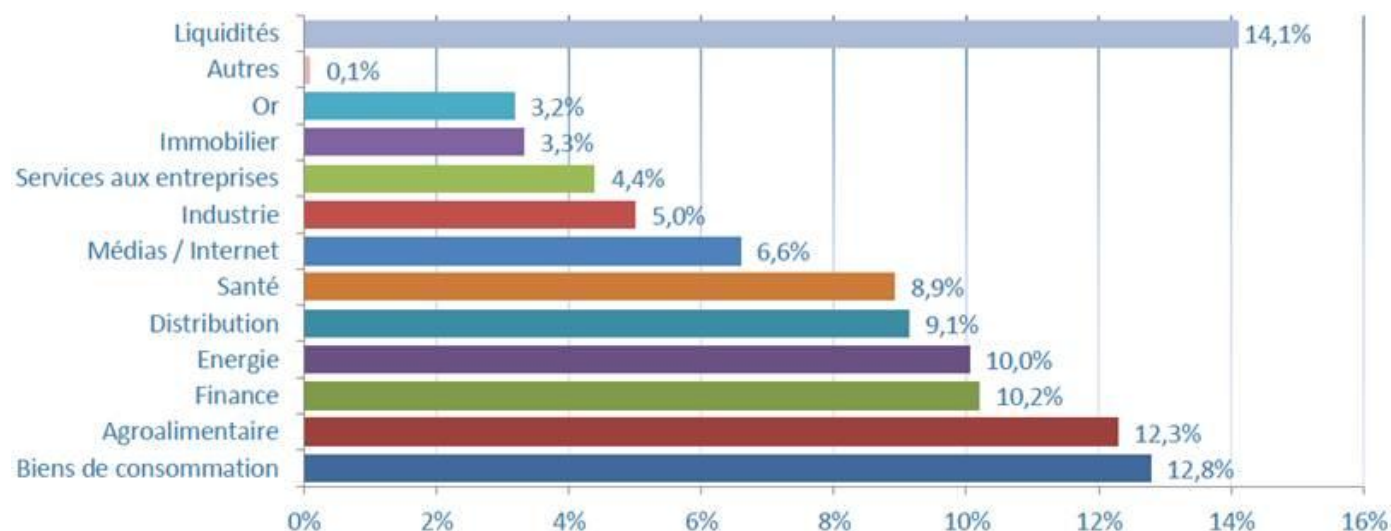
Boiron : La société reste l'une des plus fortes convictions d'Amiral Gestion et une des premières lignes de Sextant Grand Large. Nous avons simplement allégé une partie de la ligne pour laisser place à nos nouvelles idées.

VENTES

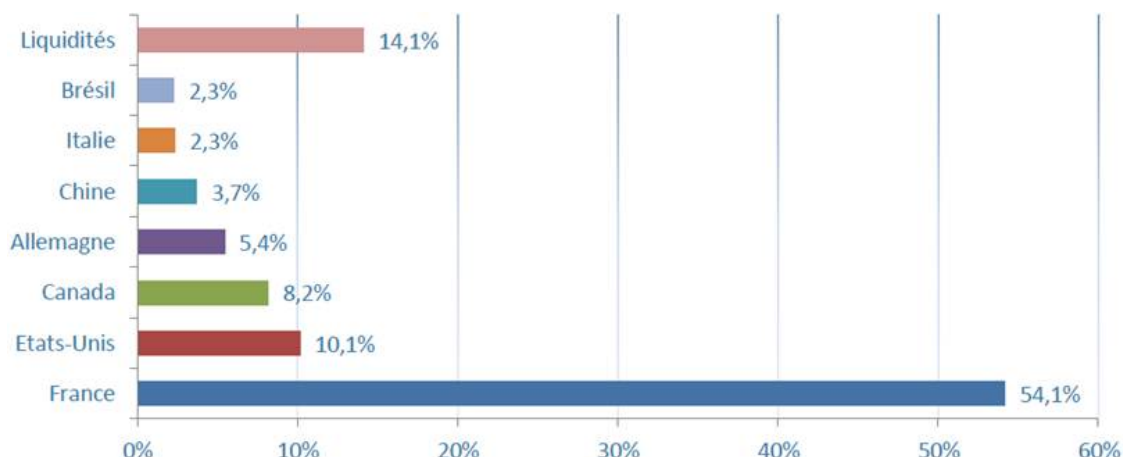
Gameloft : Cette société, leader mondial des jeux pour téléphone mobile reste l'une des meilleures convictions d'Amiral Gestion. Toutefois la progression de 22% du cours de l'action par rapport au début du trimestre à réduit d'autant la marge de sécurité sur le dossier, nous conduisant à arbitrer la valeur au profit d'idées plus en accord avec l'objectif de préservation du capital de Sextant Grand Large.

TGS Nopec : La ligne a été vendue en mai à un cours proche de ses plus hauts, et parce que le potentiel de hausse devenait limité. Le fonds a par chance échappé à la chute du cours liée à la marée noire dans le Golfe du Mexique.

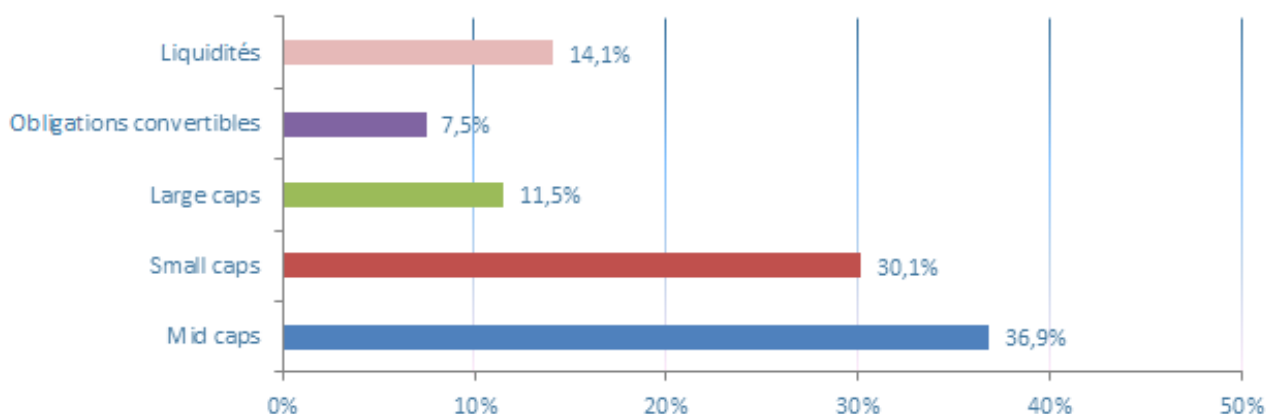
REPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF



La répartition sectorielle équilibrée reflète l'absence d'allocation macro-économique dans le fonds et résulte de fortes convictions sur des valeurs individuelles. Nous conservons une proportion importante de liquidités et avons constitué une ligne d'or physique.


REPARTITION GEOGRAPHIQUE DE L'ACTIF


Notre allocation géographique résulte elle aussi de nos choix de titres individuels. Ex-post, on peut logiquement constater un tropisme sur la France, notre marché domestique où il est le plus aisé de réaliser des investissements sur les petites sociétés.

REPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION :


Sextant Grand Large conserve une pondération importante sur les petites et moyennes valeurs. Ce choix contrariant est dicté par des valorisations très attractives. La petite taille du fonds est un atout pour investir sur les plus petites capitalisations sans contrainte de capacité.

PERSPECTIVES

Nous voulons rester disciplinés dans un contexte de marché où les valorisations nous semblent parfois excessives, y compris dans le segment des petites et moyennes valeurs, les marchés n'ayant pas hésité à anticiper un rebond durable des profits de certaines valeurs cycliques. Nous garderons donc une marge de sécurité très élevée sur les titres présents dans Grand Large.