

## Long Term Investment Fund

**Figure 1**  
LTIF – Classic EUR



**Figure 2**  
LTIF – Alpha EUR



**Figure 3**  
LTIF – Global Energy Value EUR



**Figure 4**  
LTIF – Stability CHF



**Figure 5**  
Global Mining Value Fund EUR



*“Aies peur quand les autres sont gourmands et sois gourmand lorsque les les autres ont peur.”*

Warren Buffett

Comme l'indiquent les figures 1 à 5 et le tableau 1 ci-dessous, 2008 a été une très mauvaise année pour le cours des actions que nous détenons dans nos fonds.

**Tableau 1 : Valeur liquidative – Actifs sous gestion en euros**

December 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	134.86	-67.35%	-67.35%	34.86%	396.29
LTIF Alpha [EUR]	104.24	-42.20%	-42.20%	4.24%	69.80
LTIF Global Energy Value [EUR]	55.84	-65.47%	-65.47%	-44.16%	12.92
LTIF Stability Series [CHF]	167.20	-27.15%	-27.15%	8.03%	53.10
Global Mining Value Fund [EUR]	28.00	-75.12%	-75.12%	-72.00%	18.03
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'100.43	-37.25%	-37.25%		

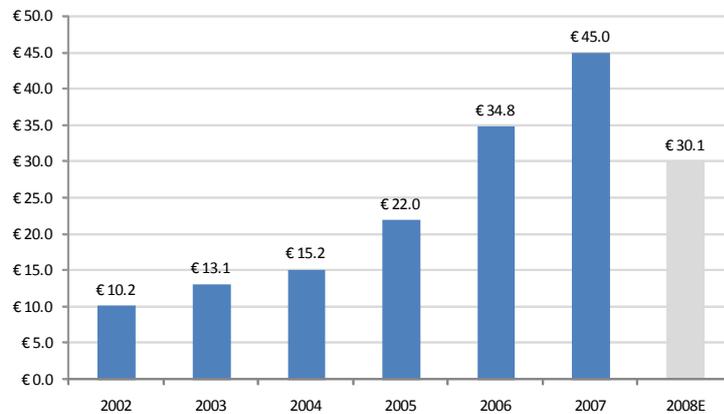
Les six derniers mois ont été marqués tout particulièrement par un grand plongeon du prix des actions, comme le révèle la figure 6.

**Figure 6**  
Évolution du fonds LTIF Classic sur un an glissant



Néanmoins, nous avons toujours appelé les hauts et les bas de nos actions « la performance superficielle » des fonds. Ce que nous considérons comme la « performance réelle » – celle qui reflète la valeur intrinsèque à long terme de l'investissement – est évaluée plus précisément par le bénéfice par action passé et futur du fonds, c'est-à-dire le montant réel de bénéfices qui est dégagé par les sociétés que nous détenons. La figure 7 illustre le bénéfice par action du fonds Classic depuis son lancement, incluant notre estimation (les comptes ne sont pas encore clôturés) pour 2008.

**Figure 7**  
Bénéfice par action du  
fonds



Comme nous pouvons le constater, les bénéfices du fonds ont augmenté sur une base annualisée de 30 % au cours de ses six premières années d'existence. Le bénéfice par action de 2008 a été inférieur de 33 % à celui de 2007. Toutefois, l'élément clé qui en ressort est que le fonds a dégagé des bénéfices en 2008 et n'a pas perdu d'argent. Un investisseur qui aurait acheté le fonds (ou qui l'aurait juste détenu) au janvier 2008 – lorsqu'il s'échangeait à 400 € par action – aurait enregistré un rendement annuel de 7,5 % sur son investissement, et ce, dans le contexte d'une année relativement difficile pour l'économie mondiale. Il est vital que les investisseurs à long terme qui souhaitent gagner de l'argent sur les marchés financiers définissent clairement ce qu'ils entendent par « gagner de l'argent ». S'ils pensent comme la plupart des gens (à savoir : « les actions sont en hausse, je gagne de l'argent ; mes actions sont en baisse, je perds de l'argent »), tout ce qu'ils obtiendront, c'est le taux de rentabilité à long terme de l'investisseur type, c'est-à-dire une rentabilité extrêmement faible ou négative. Cette façon de penser, qui est pratiquement inévitable, incite à acheter lorsque le marché est à un niveau élevé (tout le monde semble « gagner de l'argent » avec des actions) puis les vendre lorsque le marché s'écroule, ce qui a lieu de manière cyclique. C'est uniquement une accumulation de bénéfices d'entreprises rentables qui crée à terme de la richesse.

La stratégie d'achat et de vente est théoriquement très attrayante : acheter lorsque les actions vont commencer à grimper et vendre avant qu'elles ne rechutent sans trop s'inquiéter de leur valeur intrinsèque. Mais cette stratégie fonctionne rarement : très peu de gens peuvent anticiper les hauts et les bas du marché. Les investisseurs sérieux disposent donc de trois possibilités : trouver une de ces personnes qui « connaissent » la direction que va prendre le marché et confier leur argent à cette personne (tout en croisant les doigts) ; s'abstenir d'investir dans des actions et abandonner un des meilleurs investissements qui soit disponible à long terme ; ou

alors investir dans des entreprises solides, achetées à un prix bas, et ne pas tenir compte tout simplement du comportement des marchés. C'est cette dernière approche que nous privilégions de toute évidence.

Mais les bénéfices passés ne sont que les bénéfices passés et c'est l'avenir qui intéresse réellement les investisseurs. Que pouvons-nous attendre de nos sociétés ? Il y a un an, nous pensions toujours que le bénéfice par action du fonds Classic allait atteindre pratiquement 60 € en 2009. C'est la raison pour laquelle nous pensions que, à 400 € par action, le fonds n'était pas cher. Vu la gravité de la crise financière de ces derniers mois, qui est en train d'affecter l'économie dans son ensemble, nous avons dû revoir nos prévisions. Nous avons réexaminé, société par société, nos prévisions pour 2009 et avons émis des hypothèses très prudentes. Selon ces hypothèses, notre bénéfice par action devrait tourner autour de 30 € cette année, ce qui est bien en dessous de ce que la plupart des analystes (voir mêmes les sociétés) ont prévu.

Si ce niveau de bénéfices est atteint, un investissement dans le fonds Classic rapporterait environ 20 % en se basant sur cours d'aujourd'hui, en 2009, une année qui va être selon tout le monde une très mauvaise année et qui n'est pas représentative de toutes les années à venir. Nous considérons ceci comme une opportunité incroyable qui mérite la citation de Warren Buffett au début de cette Lettre d'information.

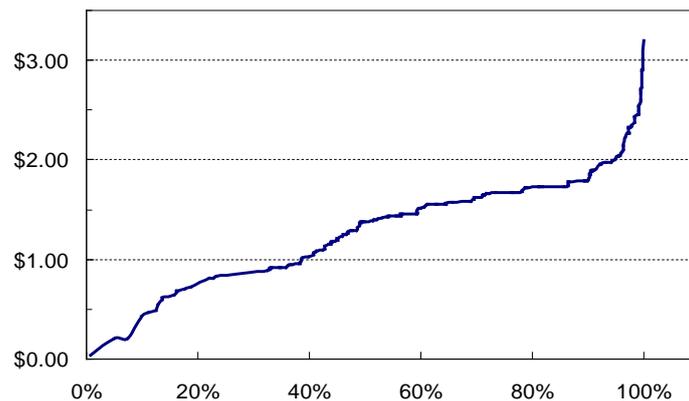
Comment les investisseurs peuvent-ils obtenir une telle rentabilité dans un fonds transparent, sans effet de levier et liquide comme le nôtre ? La raison est simple : les marchés se sont adaptés à la crise en vendant quelques actions bien en dessous de leur valeur réelle, si l'on considère que la disparition pure et simple de l'économie mondiale n'est pas envisageable, comme nous le savons. Prenons quelques exemples, dont certains ont fait l'objet de discussions dans notre précédente Lettre d'information.

- **Quadra Mining.** Dans notre Lettre d'information de décembre 2007, nous avons expliqué pour quelle raison nous pensions que, sur le long terme, le cuivre ne pourrait pas se vendre à un prix inférieur à 3 \$ par livre, compte tenu des coûts de construction de mines et des coûts réels d'extraction. Si les prix tombent en dessous de ce niveau, l'ouverture de nouvelles mines ne sera tout simplement pas rentable et les sociétés cesseront d'en ouvrir. Ce prix de 3 \$ comprend le retour sur investissement des mises de fonds importantes et nécessaires à la construction de mines. À court terme, disons, dans quelques mois, il ne sera peut-être pas nécessaire d'ouvrir de nouvelles mines, tout particulièrement si la demande chute. Dans ce cas, les sociétés qui ont des mines en activité seront peut-être intéressées de vendre en dessous de 3 \$ par livre, dans la mesure où ce niveau leur permet de couvrir ce qu'elles appellent leurs « coûts de production » (ou « *cash costs* »), c'est-à-dire l'argent qu'elles doivent déboursier pour extraire et traiter le minerai. Aucune société ne vendra son minerai en dessous de son coût de production pendant une période supérieure à quelques

semaines, ou quelques mois au grand maximum, car elle ferait faillite. Si le prix actuel est en dessous d'un prix de production donné d'une mine, cela revient bien moins cher de fermer la mine pour cause d'entretien, et ce jusqu'à ce que les prix se redressent. L'entretien coûte très peu et la société peut attendre des jours meilleurs. Mais combien de temps cela risque-t-il de prendre avant l'arrivée de ces jours meilleurs ?

La figure 8 illustre une estimation des coûts de production des producteurs mondiaux de cuivre. Elle montre qu'un petit pourcentage de la demande mondiale peut être produit à très bon marché, ce qui s'explique principalement par le fait que ces mines extraient des produits secondaires comme l'or, l'argent ou le molybdène, dont elles compensent la valeur avec leurs coûts de production du cuivre. Néanmoins, la plupart du secteur a des coûts bien supérieurs à 1 \$ par livre, ce qui peut monter rapidement à 2 \$ puis, pour les mines plus marginales, à pratiquement 4 \$ par livre. La demande totale est d'environ 18 millions de tonnes par an. Dès lors, si la demande atteint environ 10 millions de tonnes par an, elle peut être honorée par des mines dont les coûts sont inférieurs à 1,5 \$/livre (le prix actuel). Toute mine qui aurait des coûts plus élevés (ce qui concerne 40 % du secteur) devrait fermer si le prix restait en dessous de ce niveau. Une demande de 18 millions de tonnes (celle de l'année dernière) aurait pour effet, au niveau de liquidités, de rabaisser les prix autour de 2 \$. Avec le phénomène de déplétion des mines, ils doivent être au-dessus de ce niveau pour parvenir à satisfaire une simple demande statique.

**Figure 8**  
Courbe des coûts du cuivre



Source: BMO Capital Markets and Brook Hunt.

Le dernier trimestre de 2008 a été marqué par une chute sans précédent de la demande, ce qui est dû à deux facteurs : une réduction de la production industrielle, qui est le moteur de la demande de cuivre, et un processus de déstockage. Confrontés à des difficultés de crédit et à une menace déflationniste,

pratiquement tous les détenteurs de cuivre physique (courtiers, importateurs, exportateurs, utilisateurs industriels) ont tenté de s'en débarrasser en stoppant les achats et en écoulant leurs stocks. Ceci a eu pour effet, comme on peut facilement le comprendre, de faire tomber les prix en dessous de 1,5 \$ par livre. Mais, à ce prix-là, cela n'a aucun sens, d'un point de vue économique, d'ouvrir de nouvelles mines. D'ailleurs, de nombreuses mines qui sont actuellement en activité perdent de l'argent, comme nous venons de l'expliquer.

La réponse à l'offre a fait l'objet d'un revirement : pratiquement toutes les grandes sociétés ont annoncé des reports de projets de nouvelles mines et l'équivalent de 11 % de la capacité mondiale actuelle d'extraction a été fermé. Si l'on considère qu'environ 6 % de la production annuelle disparaît tous les ans à cause de la déplétion des ressources minières (un taux exceptionnel de 8 % est prévu pour 2009), nous constatons que, en 2009, la production sera bien inférieure à celle de 2008. Si la demande de cuivre arrête de chuter, car c'est prévu, alors les prix exploseront. Gardez à l'esprit que la demande ne doit pas forcément augmenter pour que le prix augmente : si la demande chute moins que l'offre, cela suffit déjà amplement. Or, celle-ci chutera de 8 % en 2009 à cause de la déplétion, mais également de fermetures éventuelles. Jamais, dans toute l'histoire, la demande n'a chuté de plus de 5 %, et ce uniquement pendant une courte période.

De quelle manière cette situation est-elle applicable à Quadra Mining ? On pourrait spéculer sur le prix du cuivre en 2009 mais nous pensons que c'est un exercice futile. Tout d'abord, personne ne le sait ; et ensuite, c'est une réflexion à court terme et nous sommes persuadés qu'un investissement doit se faire dans une optique de rendement à long terme. Essayons de voir si nous pouvons y raisonner en toute logique sans prendre d'hypothèses héroïques.

Quadra possède et exploite deux mines aux États-Unis d'une capacité de production annuelle de 1,8 million de tonnes. Son coût de production se situe entre 1 \$ et 1,5 \$ (plus proche d'ailleurs de ce dernier chiffre que du premier). En outre, son bilan fait ressortir environ 150 millions \$ de liquidités nettes. Construire ces mines coûterait au moins 1 milliard de \$ de nos jours et cela prendrait entre cinq et dix ans. Ainsi, si nous pensons que le monde va continuer d'utiliser du cuivre à l'avenir, et compte tenu de la déplétion (et également, au final, de l'augmentation de la demande), l'offre actuelle ne sera pas suffisante et il est évident qu'il faudra bien ouvrir des mines similaires à celles que possède Quadra. En outre, le prix du métal devra couvrir ces frais étant donné que, dans le cas contraire, ces mines ne pourraient pas être construites. Dans ce cas, le cuivre sera un minerai rare et son prix augmentera en flèche comme il l'a fait au cours des dernières années.

Dire que Quadra vaut au moins 1 milliard \$ est donc une valorisation raisonnable : toute personne intéressée par l'ouverture de mines achèterait Quadra, dont les mines sont en activité et

ne sont pas prisonnières d'une procédure d'autorisation d'exploitation toujours plus compliquée plutôt que d'ouvrir des mines pour le même prix en partant de zéro.

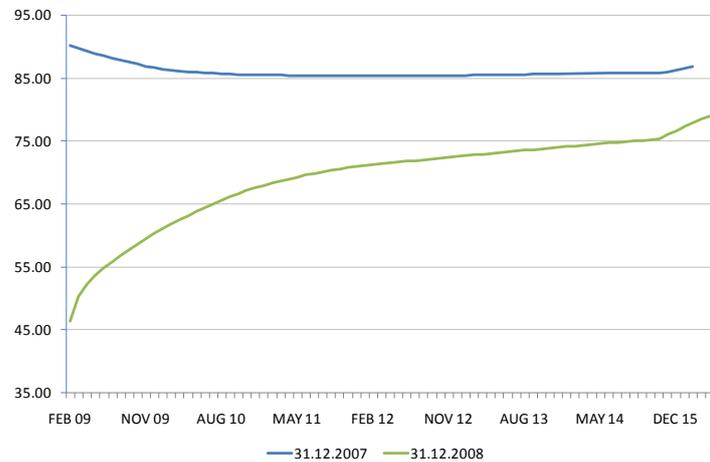
La valeur de marché totale de Quadra se situe actuellement autour de 150 \$, ce qui représente approximativement l'argent que cette société a en banque. Si l'économie mondiale ne disparaît pas à jamais et si le monde continue d'utiliser l'électricité, le cours de Quadra sera de 7 à 10 fois son cours actuel en quelques années. Le risque est faible : la société a des liquidités en banque, un cash-flow positif et des ressources basées aux États-Unis alors que la plupart des mines se trouvent au Congo, en Zambie et en Équateur (plus un développement énorme possible en Mongolie). Une société chinoise, China Mining Resources Group, a acheté des actions de Quadra et a annoncé qu'elle avait l'intention de continuer d'en acheter tant que leur prix ne dépassait pas 5,28 \$, soit 50 % de plus que leur prix actuel.

- **Biesse** est un producteur italien de machines sophistiquées de traitement et de transformation du bois en mobilier. Ces machines automatisent la plupart des phases de production et sont achetées par des fabricants de meubles qui cherchent à réaliser des économies de coûts, comme IKEA. La société a enregistré des bénéfices par action de 1,5 € en 2007. 2008 sera une année un peu moins bonne car les clients ont commencé à reporter des commandes au cours du quatrième trimestre à cause de l'affaiblissement du secteur du bâtiment dans de nombreux pays et à cause du climat d'incertitude planant sur l'économie mondiale. Manifestement, la société ne sait pas quels bénéfices elle fera en 2009. Son problème le plus important est que nombre de ses clients a de plus en plus de difficultés à financer les machines très onéreuses de la société. Habituellement, elles obtiennent un financement sous forme de leasing auprès des banques mais, comme chacun sait, cela est très difficile actuellement. Biesse elle-même ne connaît pas de problèmes financiers et bénéficie d'une trésorerie très solide.

Comment pouvons-nous déterminer sa valeur ? À nouveau, nous pouvons nous cramponner aux bénéfices de cette année et, honnêtement, tout le monde a sa petite idée sur la question, ou alors nous pouvons adopter une approche à long terme. Si Biesse a dégagé 1,5 € par action en 2007, il n'y a aucune raison pour qu'elle ne dégagne pas, disons 1 € par action, sur une période de deux ou trois ans, une fois que l'économie mondiale se sera stabilisée. Après tout, les gens continuent d'acheter des chaises et les fabricants de chaises continueront de tenter d'abaisser leurs coûts grâce à l'automatisation. Il n'est pas difficile d'imaginer que, dans une économie mondiale convalescente, les actions de Biesse pourraient avoir un ratio cours/bénéfice de 10 (par le passé, ce ratio a été bien supérieur). Cela signifie que le cours de l'action pourrait atteindre 10 € d'ici deux à trois ans. Récemment, ses actions se sont échangées à 3 €. Si leur valeur triple en l'espace de deux à trois ans, elles constitueraient un très bon investissement.

- **Construcciones y Auxiliar del Ferrocarril (CAF)** est une société espagnole qui fabrique des trains légers, comme des métros, et des pièces d'unités plus lourdes, comme les trains à grande vitesse. Elle possède des usines en Espagne, au Brésil et aux États-Unis et dispose d'un carnet de commandes fermes couvrant plusieurs années de production. Elle réalise ses activités dans l'exploitation de concessions et ses activités de maintenance sont en pleine expansion. Son ratio cours/bénéfice est autour de 8 mais la trésorerie nette équivaut à pratiquement 40 % de la capitalisation boursière. Il est évident que le monde s'urbanise de plus en plus et s'intéresse de plus en plus aux transports en commun (le seul segment économique aux États-Unis à enregistrer un taux de croissance supérieur à 20 % l'année dernière, par exemple). Aux niveaux de prix actuels, une rentabilité à long terme supérieure à 25 % semble très raisonnable.
- **Orient Overseas International** est une société de navigation basée à Hong-Kong dont une division Immobilier possède des biens à New York et à Shanghai. Cela fait des années que nous investissons dans cette société et nous avons tiré parti de la volatilité extrême de ses actions, en les vendant lorsque leur cours était jugé trop haut et en rachetant lorsque leur cours chutait à nouveau. Nous avons rendu visite deux fois à la direction à Hong-Kong et avons été impressionnés par sa qualité. Dans un secteur où la part de marché et les « capacités de remplissage » semblent être les seuls objectifs, la direction de Orient est très axée sur les bénéfices. Au cours de la dernière récession, elle n'a pas perdu d'argent alors que de nombreux concurrents ont fait faillite. Son taux de rendement du capital investi sur plusieurs années est de 15 %. Aujourd'hui, les coûts de construction d'un porte-conteneurs est d'environ 15 000 \$ EVP (Équivalent Vingt Pieds), l'unité de référence dans le secteur des conteneurs). Si le navire est acheté d'occasion, il coûte 9 000 \$ (personne n'en veut parce que l'activité est très mauvaise actuellement). Si nous calculons la valeur de la société au cours actuel de l'action, nous aurions à payer théoriquement la moitié de ce montant par navire. À nouveau, en prenant comme hypothèse que le monde aura toujours besoin de porte-conteneurs à l'avenir, ce titre nous semble être un bon investissement.
- Nous pouvons également parler de **Canadian Natural Resources (CNQ)**, une des positions les plus anciennes du fonds. Il est évident que le cours du pétrole a chuté au cours des derniers mois. Mais ce qui est moins évident, c'est de savoir si ce mouvement ne s'applique qu'aux prix spot : comme l'indique la figure 9, le prix à long terme du pétrole – qui est le prix qui importe vraiment dans le cadre de la valorisation d'une société avec plus de 40 années de réserves, n'a pas tant bougé que cela en 2008.

**Figure 9**  
Évolution des structures du cours à terme pétrole



- À nouveau, nous pouvons valoriser la société en faisant une fixation sur les rapports hebdomadaires de stocks aux États-Unis, ou alors en nous plaçant dans une perspective à long terme. Même l'Arabie Saoudite vient d'admettre qu'elle ne peut envisager d'investir dans de nouveaux puits de pétrole avec des prix inférieurs à 75 \$. Des producteurs de nombreuses autres régions du monde exigent des prix encore plus élevés. Le taux de déplétion annuel est supérieur à 6 %, ce qui signifie que, si la demande ne chute pas d'autant tous les ans (en 2008, ce taux était stable et en 2009 la baisse pourrait atteindre 1 % dans le pire des cas), de nouveaux puits seront nécessaires. Dès lors, les prix ne peuvent rester à 75 \$ pendant une période prolongée. Néanmoins, à ce niveau de prix, le cours de l'action CNQ représente un excellent investissement et un investissement qui durera 40 ans. Nous n'avons trouvé aucun analyste qui pense que le cours du pétrole sera inférieur à ce niveau, disons dans cinq ans, et il existe au contraire de bonnes raisons de croire que, dès que la demande sera stabilisée (nous ne parlons même pas de son augmentation) les prix seront à nouveau beaucoup plus élevés.

Et ainsi de suite... Nous disposons d'une quantité énorme de données et de graphiques qui illustrent situation de l'offre et de la demande de la plupart des sociétés que nous couvrons et qui offrent une analyse détaillée sur chacune d'entre elles. Nous serons ravis de les partager avec nos investisseurs mais nous ne souhaitons pas que la présente Lettre d'information devienne un « dépotoir » de données illisibles. Notre argument est clair : la plupart des actions que nous détenons sont extrêmement sous-valorisées sur le long terme selon toutes hypothèses raisonnables. Pourquoi ?

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la valeur de nos actions s'est plus ou moins maintenue jusqu'au milieu de l'année. Elles ont alors recommencé à chuter fortement pour finir par s'écrouler au mois d'octobre, le fonds Classic ayant perdu 36,9 % au cours de ce mois. Ce n'est un secret pour personne que l'effondrement de Lehman Brothers a provoqué une véritable onde de choc sur de nombreux marchés. Par exemple, le transport maritime de matières premières est assuré par le financement des transactions au moyen de lettres de crédit. Celles-ci ont tout simplement disparu au mois d'octobre et cette situation a entraîné la disparition de pratiquement toute l'activité de transport maritime. Mais ce n'est qu'un exemple. Biesse n'a reçu aucune commande pour ses machines au cours des deux premières semaines du mois d'octobre, chose qui ne s'était jamais produite auparavant, même pendant les pires récessions du passé.

Cette situation a provoqué un nombre élevé de ventes de panique sur les marchés, une panique qui, comme à l'habitude, s'est auto-alimentée. En fin de compte, les gens vendent parce que les actions baissent et les actions baissent parce que les gens vendent. Cette situation n'est pas très différente de ce qui s'est produit avec les actions du Nasdaq au cours de la période 1998-2000, mais le mouvement est inverse. Les gens n'achètent pas (ou ne vendent pas) en se basant sur une estimation de bénéfices futurs mais suivent tout simplement le mouvement du marché. De nombreux fonds ont été touchés par des demandes de rachat et ont dû liquider tous les actifs liquides qu'ils détenaient, autrement dit, dans la plupart des cas, des actions. Il est important de comprendre que, parfois, le marché ne suit pas les fondamentaux mais l'euphorie ou la panique qui règne sur les marchés. Un investisseur doit être conscient de ce type de comportements et s'en démarquer : il s'agit-là d'un élément clé pour dégager des bénéfices à long terme, comme l'indique la citation de Warren Buffett au début de la présente lettre d'information.

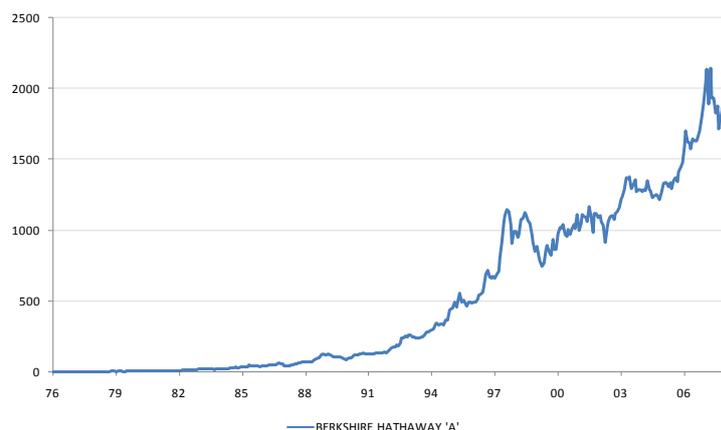
Ceci concerne un point critique que nous avons souvent souligné dans les Lettres d'information : la volatilité et le risque ne sont pas les mêmes. Nos actions ont connu une volatilité extrême l'année dernière. C'est difficile à croire mais il n'y a pratiquement eu aucune journée au cours de laquelle une ou plusieurs de nos actions n'ont pas monté ou baissé de plus de 10 %. À certains moments, la variation a même été de plus de 20 %. Mais cela ne signifie pas pour autant qu'elles sont risquées. Pour en revenir à nos exemples ci-dessus : le fait de détenir, dans un pays politiquement stable, des mines de cuivre dont les coûts de production sont en dessous des cours très déprimés, plus la possibilité de fermetures temporaires de mines, ne semble pas être une suggestion d'investissement particulièrement risquée, notamment si la société dispose également d'une trésorerie nette confortable pour traverser une longue période. Ceci s'applique également à l'achat de navires à la moitié de leur prix. On se place dans une perspective à long terme.

### Positions longues = mauvais calcul ?

Il y a quelques mois, un de nos investisseurs nous a posé une question lourde de sens : quelle est la différence entre « acheter des positions longues » et « faire un mauvais calcul » (« *being long and being wrong* ») ? La réponse est cruciale et nous pensons que la différence réside dans les bénéfices sous-jacents des investissements. En 1999, l'achat de sociétés technologiques avec des ratios cours/bénéfice aux alentours de cent (si elles étaient bénéficiaires) était un mauvais calcul car 8 ans plus tard, celles qui ont survécu s'échangent en moyenne à 70 % en dessous. L'achat de nombreuses valeurs bancaires en 2007 s'est également révélé être un mauvais calcul : elles ont détruit la base de leurs fonds propres et les investisseurs ont subi une dilution permanente par l'émission de nouvelles actions.

Mais prenons d'autres exemples qui démontrent que la détention d'actions dans un contexte de « pertes » est la bonne attitude. Comme l'indique la figure 10, les actions Berkshire Hathaway ont nettement surperformé les marchés : en quelques décennies, elles ont enregistré une valeur 2 000 fois plus élevée (attention, 2 000 fois et non 2 000 % !). Mais elles ont aussi connu des chutes brutales : leur prix a baissé de 50 % à plusieurs reprises, la dernière fois étant entre mi-septembre et mi-novembre de l'année dernière (encore pire que notre fonds Classic !). Mais ceci ne signifie pas qu'elles aient perdu de leur valeur. Warren Buffett, qui se plaisait à dire que « le prix, c'est ce que vous payez [et] la valeur, c'est ce que vous gagnez », ne se trouvait pas plus pauvre au cours de ces périodes. Il continuait de surveiller le bénéfice de sa société, pas son cours. Si ces bénéfices augmentent, le cours de l'action aussi. Le fait de détenir des actions Berkshire au cours de ces mouvements baissiers (ou de les acheter), c'est acheter des positions longues, cela ne signifie pas faire un mauvais calcul.

**Figure 10**  
Berkshire Hathaway "A"



### Que nous a appris cette année difficile ?

Dans notre Lettre d'information du mois de mars, nous avons mentionné quelques mauvais investissements que nous avons effectués et les leçons que nous en avons tirées. Elles ont pris encore davantage d'importance après la crise de cette année. Ces leçons sont que les sociétés ne peuvent bénéficier d'un effet de levier si leurs bénéfices ne sont pas vraiment garantis (et quels sont ceux qui le sont, d'ailleurs ?) ; et que des secteurs cycliques dont l'offre ne baisse pas automatiquement sont très dangereux parce que, en cas de capacité excédentaire, cela peut prendre un certain temps à la demande pour qu'elle l'absorbe, tout particulièrement si la demande est faible. Nous l'avons constaté pour les raffineries, et cela s'applique probablement à la plus grande partie de l'industrie pétrochimique. Les industries cycliques, comme l'industrie minière ou le pétrole, sont mieux placées car, comme nous l'avons vu, l'offre disparaît automatiquement par le biais de la déplétion ce qui fixe un prix plancher assez rapidement : elles ne peuvent être structurellement non rentables, comme l'a été l'industrie papetière pendant de nombreuses années.

Mais nous avons tiré une autre leçon importante, qui a trait à la définition de la valeur au plan pratique. Les investisseurs en valeur sélectionnent habituellement des sociétés dont le ratio cours/bénéfice est faible et dont le rendement du capital investi n'est pas trop long. De manière générale, c'est une stratégie payante parce que l'avenir regorge de (mauvaises) surprises. Le principal danger pour un investisseur en valeur est de tomber dans les pièges qui sont liés à la valeur : une société dont le ratio cours/bénéfice est de 5 est, naturellement, un bon investissement... à condition que les bénéfices ne baissent pas. Lorsque le marché attribue un ratio cours/bénéfice aussi faible à une société, c'est généralement pour une bonne raison. Il est important de ne pas tomber dans ces pièges, tout du moins pas trop souvent. Nous pensons que, au fil des années, nous avons réussi à éviter ces pièges. Nous avons commis des erreurs mais, globalement, l'évolution de notre bénéfice par action indique nous nous avons plus souvent raison que tort.

Mais cette approche comporte néanmoins un problème : étant donné que les vraies bonnes affaires sont inévitablement rares, les investisseurs en valeur se retrouvent confinés à quelques secteurs. Ce n'est pas trop grave. Après tout, une performance exceptionnelle requiert une certaine concentration des investissements. Néanmoins, elle ajoute un élément de volatilité important, ce que personne n'aime réellement. La solution est d'admettre systématiquement que la croissance est simplement un autre composant de la valeur : une société avec un ratio cours/bénéfice de 12 peut avoir plus de valeur qu'une société avec un ratio de 6 si la première a une rentabilité exceptionnelle sur une période prolongée alors que la position de la dernière s'affaiblit lentement.

Il est dangereux de sélectionner des ratios cours/bénéfice (légèrement) plus élevés. Pour qu'un investissement soit rentable, il faut que la société ait enregistré, pendant de nombreuses années, une

rentabilité exceptionnelle, ce qui est difficile. Pour Microsoft tout comme pour Coca-Cola, il existe littéralement des centaines de sociétés dont la rentabilité a été tirée par la concurrence. Comme nous l'avons dit auparavant, engager sa fortune sur le long terme est un exercice périlleux et c'est ce que l'on fait lorsque l'on achète des titres dont le ratio cours/bénéfice est élevé. Néanmoins, si un compromis raisonnable peut être atteint, des périodes comme celle que nous traversons créent des opportunités formidables. Dans cet esprit, nous investissons désormais dans quelques sociétés qui appartiennent à des domaines très différents de ceux correspondant aux titres que nous détenons et nous espérons qu'elles nous offriront à terme le même niveau de rentabilité.

En tout état de cause, nous considérons la situation actuelle comme un investissement exceptionnel. Bien que nous n'ayons aucune idée du niveau de prix de notre action dans quelques mois, si les bénéfices sous-jacents se rapprochent un tant soit peu de nos prévisions, les rendements seront excellents sur le long terme.

### Quelques commentaires sur nos fonds

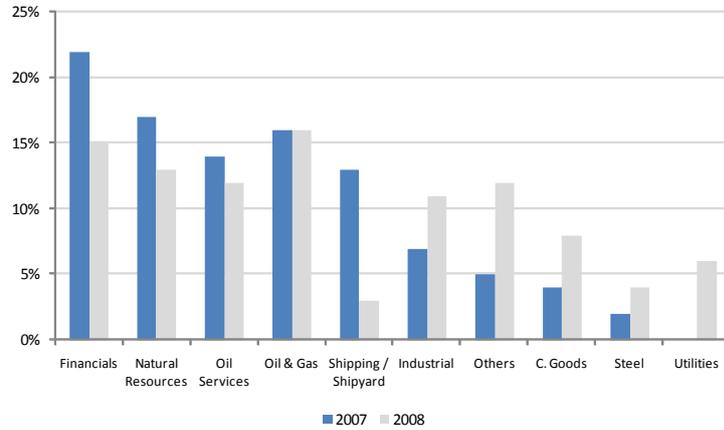
L'évolution la plus importante au niveau de notre portefeuille **Classic** est que, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous intégrons minutieusement quelques actions dont les ratios cours/bénéfices sont plus élevés que notre moyenne, mais qui, selon nous, devraient enregistrer des plus-values exceptionnelles. Un exemple est Sonova, un fabricant suisse d'appareils auditifs, Phonak étant leur marque la plus connue. La société est leader sur son marché et, grâce à sa technologie unique, elle augmente sa part de marché tous les ans. Elle détient actuellement environ 20 % du marché mondial. Sa rentabilité est remarquable et le rendement du capital investi a été au-dessus de 30 % au cours des dernières années.

Les actions de la société ont chuté de plus de 50 % en 2008 parce que le marché craignait que, en période de récession, les consommateurs remettraient à plus tard leurs achats d'appareils auditifs. Bien que cette explication soit en grande partie plausible, son impact sera moins grand que ce que l'on pense. Tout d'abord le consommateur type a 70 ans (c'est un fait !) et la plupart des gens de cet âge vivent sur des retraites qui ne sont pas trop affectées par la situation économique globale. Deuxièmement, de nombreux systèmes de sécurité sociale dans le monde remboursent tout ou partie des frais, ce qui fait que ce type d'achat n'est pas vraiment affecté par une récession. En tout cas, au prix que nous avons acheté les actions, nous pensons que la société est en mesure de supporter une ou deux années de bénéfices plus faibles et qu'elle représente toujours un investissement très intéressant sur le long terme : la population vieillit et le taux de pénétration sur le marché de ces appareils auditifs est toujours très faible, même dans les pays développés.

Nous ne modifions pas notre méthode. Comme l'indique la figure 11, nous n'avons pas énormément changé notre répartition sectorielle. Mais nous essayons néanmoins d'effectuer tous nos nou-

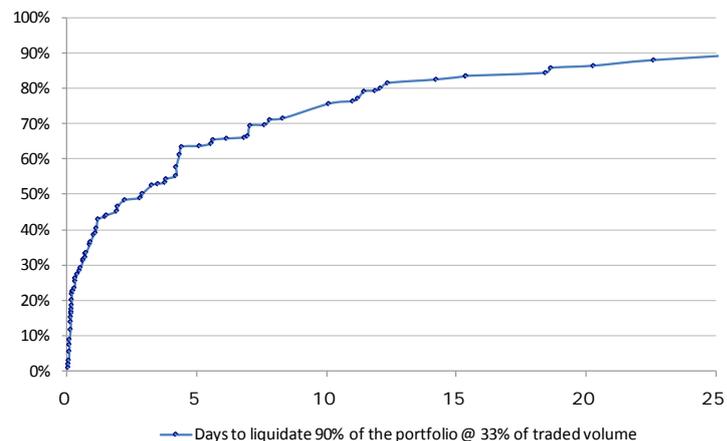
veaux investissements dans des secteurs qui sont en fait décorrélés des actions que nous possédons déjà en portefeuille.

**Figure 11**  
Répartition sectorielle



En termes de ventes, nous nous sommes concentrés sur les positions moins liquides. Étant donné que nous avons dû vendre quelques actions, puisque nous avons eu 25 % de rachats, nous avons décidé de vendre les actions qui étaient moins liquides que les autres. À l'heure actuelle, nous avons un portefeuille extrêmement liquide qui pourrait être vendu rapidement en cas de besoin, comme l'illustre la figure 12.

**Figure 12**  
Liquidités



n

Comme on peut le voir, une de nos positions les plus importantes dans le secteur est l'assurance. Nous avons mentionné par le passé que les titres de compagnies d'assurances avaient baissé autant que les valeurs bancaires bien que la réalité économique soit complètement différente. À l'heure actuelle, le secteur de l'assurance fournit des capitaux alors que les banques les engloutissent.

Avec des ratios cours/bénéfice en dessous de 7 pour les franchises d'envergure mondiale et autour de 5 pour les plus petits réassureurs, nous pensons que ce secteur offre un potentiel de valeur très intéressant – la plupart n'étant pas liés à la crise économique actuelle – en ce qui concerne l'avenir. Il est vrai que les assureurs disposant de bilans très importants (comme les assureurs-vie) sont affectés par la chute du cours des actions mais qu'ils profiteront de leur hausse éventuelle. En tout cas, nous investissons principalement dans des réassureurs qui ont des portefeuilles d'actifs très prudents.

Enfin, nous possédons une position importante dans les sociétés industrielles, des fabricants de machines pour meubles aux producteurs de vannes, en passant par les producteurs de câbles en cuivre. Ces sociétés sont toutes très bon marché, toutes souffriront vraisemblablement de la crise économique actuelle mais elles sont bien placées pour enregistrer une rentabilité solide sur le long terme.

Le fonds **Alpha** a enregistré une évolution négative, bien qu'il soit couvert contre les chutes du marché pour la simple raison que nos actions ont baissé plus que le marché. Nos investissements sont basés sur les fondamentaux ; nous ne tentons pas de savoir quelle orientation va prendre le marché mais ce que seront les bénéfices des sociétés. Lorsque l'ensemble du marché ne tient plus compte des fondamentaux dans les transactions et se laisse submerger par la panique ou le dynamisme soudain du marché (ou procède à des ventes forcées), nos choix ont tendance à se révéler mauvais. Heureusement, les fondamentaux survivent aux humeurs du marché. Par le passé, nous avons eu très régulièrement un alpha de 20 %. L'année a été tout le contraire mais nous pensons renouer avec une situation positive en 2009.

Le Fonds **Stability** est similaire au fonds Alpha, mais tente d'être moins volatil, même si la performance en pâtit quelque peu. Il s'est en fait amélioré (résultats moins mauvais) et les perspectives pour 2009 sont également positives à notre avis.

Les fonds **Energy** et **Mining** ont enregistré une correction brutale depuis le mois de juin. Nous avons discuté précédemment de Canadian Natural Resources et de Quadra, et nous avons expliqué pour quelle raison nous pensons que ces chutes ne sont pas justifiées et pourquoi nous pensons que le potentiel d'appréciation est très élevé dans ces fonds. Deux points supplémentaires : les participations des sociétés de forage s'échangent à un cours qui est inférieur à la valeur de leurs contrats qui ont déjà été signés (avec des contreparties sérieuses) ; et un producteur de charbon cokéifiable comme Grande Cache, dont nous sommes l'actionnaire principal, est intéressant pour les producteurs d'acier qui veulent s'assurer une fourniture en charbon et qui sont disposés à payer quatre fois le prix actuel. À titre anecdotique, il est remarquable que les actions aient doublé au cours de la première semaine du mois de janvier (oui, une hausse de 100 %) et aient reperdu la plupart de ce gain au cours des trois jours suivants. Il est donc difficile

de valoriser la société. Avec des marchés aussi « irrationnels » il ne devrait pas être difficile d'obtenir de bons rendements même au prix d'une volatilité élevée.

### **Dernières nouvelles de la SIA**

2008 a été une année extrêmement importante pour notre société : nous avons mis en place ce que nous pensons être une équipe de recherche d'envergure internationale qui pourra être au service de nos investisseurs au fil des ans. Les marchés n'ont pas aidé la situation et nous avons constaté une chute brutale au niveau des actifs sous gestion (ASG). 25 % de nos actions ont fait l'objet de rachats et, naturellement, nous avons enregistré une chute au niveau de la valeur liquidative des fonds. Étant donné que nous percevons une commission sur la valeur liquidative, nos recettes ont été bien inférieures à celles du passé. En fait, nous couvrons tout juste les frais générés par notre équipe élargie.

Malgré cette situation, nous avons décidé de conserver l'activité de l'équipe, en procédant peut-être à des ajustements mineurs. Cela prend du temps de consolider une société sérieuse et nous pensons que nos fonds devraient enregistrer de bons résultats à terme. SIA est très bien capitalisée et peut continuer ainsi pendant une longue période. Nous avons ouvert un bureau à Singapour et nous pensons même profiter de quelques opportunités et renforcer l'équipe, à présent que les gestionnaires de fonds doivent réduire leur personnel.

Nous ne pensons pas que notre confiance soit irréaliste : la valeur de nos sociétés existe bel et bien et les marchés finiront pas l'admettre, peut-être rapidement. Au cours de la première semaine du mois de janvier, le fonds Classic était en hausse de 15 % (et le fonds Mining de 35 %) bien qu'il se soit ensuite corrigé. Nous savons qu'un bon nombre de nos clients apprécient notre méthode et qu'ils ne peuvent plus supporter des investissements non transparents et non liquides et ils attendent tout simplement une stabilisation du marché pour investir davantage dans nos fonds. Globalement, nous sommes assez confiants dans les perspectives de notre société, ce qui est étroitement lié aux perspectives du fonds.

Un investissement en actions est soumis à une double incertitude. En toute honnêteté, nous ne sommes pas en mesure de dire quel sera le niveau de bénéfices qui sera généré par nos sociétés et nous ne savons pas non plus de quelle manière le marché interprétera ces bénéfices. Nous pensons néanmoins que nous pouvons saisir des opportunités d'investissement dans des sociétés rentables et nous savons que les marchés les apprécieront avec le temps. Comme nous l'avions prévu il y a un an (récession dans les pays d'Europe de l'Ouest, chute de la croissance sur les marchés émergents) la situation macro-économique est mauvaise. Mais elle ne va pas pour autant détruire les bénéfices à long terme de sociétés solides et elle offre une opportunité unique de pouvoir acheter des sociétés à des prix très bas. Étant donné que nos fonds n'appliquent des commissions de performance que lorsque leur valeur liquidative est supérieure au *high water mark* et que nous ne remettrons jamais ce principe en question, un avantage supplémen-

taire est que les investisseurs qui ont décidé de placer de l'argent dans les fonds ne paieront pas de commissions de performance avant que les fonds aient triplé leur mise de départ (dans le fonds Classic). Le faible montant de commission ne saurait naturellement constituer un motif d'investissement mais peut représenter un avantage supplémentaire dans la mesure où cela permet de faciliter une reprise plus rapide le moment venu.

En outre, nous sommes toujours persuadés que notre méthode d'investissement est la bonne : une approche à long terme qui élimine la volatilité, sauf pour en tirer parti. Il n'est possible d'éviter la volatilité que si l'on investit dans des obligations d'État à court terme... Sinon, on peut se retrouver confrontés à de vrais problèmes si l'on recherche des investissements à faible volatilité qui promettent des rendements bien plus élevés que les obligations d'État. Nous espérons sincèrement que nous serons en mesure d'assurer à nos investisseurs, à terme, le rendement annuel annoncé de 15 %, même si nous traversons des périodes négatives comme en 2008. Notre souhait le plus cher est de ne pas trahir la grande confiance que nos investisseurs ont placée en nous et qui nous permet d'avancer.

**Chiffres des catégories d'actifs en USD**

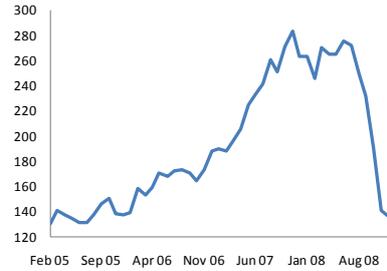
**Tableau 2 : Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en USD**

Décembre 2008	VL	▲ Début année en cours	▲ 12 mois	▲ Lancement	▲ Actifs sous gestion (en millions)
LTIF Classic (USD)	187,46	-68,96 %	-68,96 %	109,57 %	550,87
LTIF Alpha (USD)	144,90	-45,05 %	-45,05 %	11,16 %	97,02
LTIF Global Energy Value (USD)	77,62	-67,17 %	-67,17 %	-41,52 %	17,95
Global Mining Value Fund (USD)	38,92	-76,35 %	-76,35 %	-70,95 %	25,06
MSCI World Index TR (GDDUWI) (USD)	2 919,78	-40,33 %	-40,33 %		

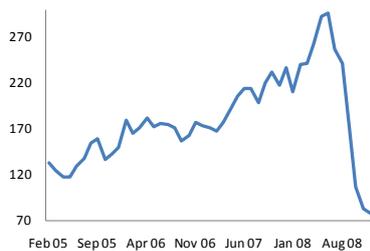
**Figure 13**  
LTIF – Classic USD



**Figure 14**  
LTIF – Alpha USD



**Figure 15**  
LTIF – Global Energy Value USD



**Figure 16**  
Global Mining Value Fund USD



## Chiffres des catégories d'actifs en CHF

**Tableau 3 : Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en CHF**

Décembre 2008	VL	▲ Début année en cours	▲ 12 mois	▲ Lancement	▲ Actifs sous gestion (en millions)
LTIF Classic (CHF)	199,53	-70,82 %	-70,82 %	34,77 %	586,32
LTIF Alpha (CHF)	154,22	-48,34 %	-48,34 %	-0,43 %	103,27
LTIF Global Energy Value (CHF)	82,62	-69,14 %	-69,14 %	-46,54 %	19,11
Global Mining Value Fund (CHF)	41,43	-77,76 %	-77,76 %	-75,08 %	26,68
MSCI World Index TR (GDDUWI) (CHF)	3 107,73	-43,90 %	-43,90 %		

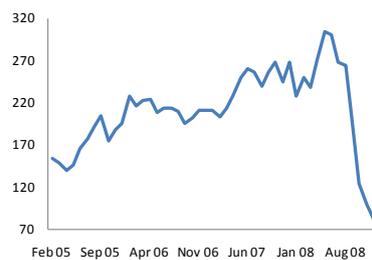
**Figure 17**  
LTIF – Classic CHF



**Figure 18**  
LTIF – Alpha CHF



**Figure 19**  
LTIF – Global Energy Value CHF



**Figure 20**  
Global Mining Value Fund CHF



## Notice légale – Luxembourg

La performance du fonds au 31.05.06 est celle du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques) dont le LTIF Luxembourg est un successeur identique. Les résultats des exercices antérieurs ont été audités par Ernst & Young. Des rapports peuvent être obtenus auprès de SIA Funds AG. Les performances passées ne préjugent pas des tendances futures du marché.

Long Term Investment Fund est une société d'investissement à capital variable du type « parapluie » constituée sous la forme d'une « société anonyme » au regard des lois du Grand Duché du Luxembourg et répond donc à la définition d'une Société d'Investissement à Capital Variable (« SICAV ») en vertu de la Section I de la loi luxembourgeoise du 20 décembre 2002. Ce fonds est composé de trois compartiments actifs appelés « Classic », « Alpha », et « Energy », qui correspondent complètement à la fois au Fonds d'investissement à long terme (Long-Term Investment Fund) - BVI (Iles Vierges Britanniques) (catégories « Classic » et « Alpha ») et au fonds Global Energy Value Fund en termes d'objectifs de placement et de structure opérationnelle. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.

**LTIF – Classic EUR**  
 ISIN : LU0244071956  
 Telekurs : CH2432569  
 Bloomberg : LTIFCLA LX

**LTIF – Classic USD**  
 ISIN : LU0301247077  
 Telekurs : CH3101820  
 Bloomberg : LTIFCLU LX

**LTIF – Classic CHF**  
 ISIN : LU0301246772  
 Telekurs : CH3101817  
 Bloomberg : LTIFCLC LX

**LTIF – Alpha EUR**  
 ISIN : LU0244072178  
 Telekurs : CH2432573  
 Bloomberg : LTIFALP LX

**LTIF – Alpha USD**  
 ISIN : LU0301247150  
 Telekurs : CH3101828  
 Bloomberg : LTIFALU LX

**LTIF – Alpha CHF**  
 ISIN : LU0301246855  
 Telekurs : CH3101824  
 Bloomberg : LTIFALC LX

**LTIF – Global Energy Value EUR**  
 ISIN : LU0244072335  
 Telekurs : CH2432575  
 Bloomberg : LTIFGEV LX

**LTIF – Global Energy Value USD**  
 ISIN : LU0301247234  
 Telekurs : CH3101839  
 Bloomberg : LTIFGEU LX

**LTIF – Global Energy Value CHF**  
 ISIN : LU0301246939  
 Telekurs : CH3101836  
 Bloomberg : LTIFGEC LX

Le fonds Global Mining Value est un fonds d'investissement à compartiments multiples constitué sous la forme d'une « société anonyme » le 6 juin 2007 et régi par la loi luxembourgeoise du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spéciaux (SIF).

**GMVF-Global Mining Value EUR**  
 ISIN : LU0305469388  
 Telekurs : CH3183766  
 Bloomberg : GMVFEUR LX

**GMVF-Global Mining Value USD**  
 ISIN : LU0305469545  
 Telekurs : CH3183768  
 Bloomberg : GMVFUSD LX

**GMVF-Global Mining Value CHF**  
 ISIN : LU0305470048  
 Telekurs : CH3183771  
 Bloomberg : GMVFCHE LX

**Agent administratif :**

Pictet & Cie (Europe) S.A.  
 1, Boulevard Royal  
 L-2449 Luxembourg  
 Luxembourg

**Gestionnaire du fonds :**

SIA Funds AG  
 Parkweg 1  
 CH-8866 Ziegelbrücke  
 Suisse

**Dépositaire :**

Pictet & Cie (Europe) S.A.  
 1, Boulevard Royal  
 L-2449 Luxembourg  
 Luxembourg

**Siège social :**

1, Boulevard Royal  
 L-2449 Luxembourg  
 Luxembourg

## Notice légale - Suisse

La performance du fonds au 30.09.06 correspond à celle du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques), converti en CHF, dont le fonds LTIF Stability est un successeur identique. Les résultats des exercices antérieurs ont été audités par Ernst & Young. Des rapports sont disponibles auprès de SIA Group. Les performances passées ne préjugent pas des tendances futures des marchés.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) a été approuvé par la commission bancaire Suisse le 13 juillet 2006. Le fonds a été ouvert aux transactions en francs suisses le octobre 2006. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.

**LTIF – Stability**  
 ISIN : CH0026389202  
 Telekurs : CH2638920  
 Bloomberg : LTIFSTA SW

**Agent administratif :**

Pictet Funds S.A.  
 Route des Acacias 60  
 CH-1211 Genève 73  
 Suisse

**Gestionnaire du fonds :**

SIA Funds AG  
 Parkweg 1  
 CH-8866 Ziegelbrücke  
 Suisse

**Dépositaire :**

Pictet & Cie  
 Route des Acacias 60  
 CH-1211 Genève 73  
 Suisse