

Long Term Investment Fund

« Le marché, comme le Seigneur, aide ceux qui s'aident eux-mêmes. Mais contrairement au Seigneur, le marché ne pardonne pas à ceux qui ne savent pas ce qu'ils font. »

Warren Buffett, Lettre annuelle 1982

Ces propos nous ont été envoyés par un investisseur qui a investi dans nos fonds peu après leur lancement (et c'est également un véritable ami). C'est une bonne introduction pour la présente lettre d'information, en ces temps difficiles où tant de personnes ne savent pas vraiment ce qu'elles font. Lorsque le cours des actions augmente de 10 % en un jour et qu'il est en dents de scie pendant plusieurs jours consécutifs, ce qui s'est produit pour certaines de nos actions, on est forcé d'admettre que beaucoup de personnes ne connaissent pas vraiment le prix réel de ces actions. Ce n'est pas le moment de paniquer mais plutôt de tirer parti de la situation.

Voici ce qu'écrit à propos du marché Ben Graham, le « père » de l'investissement à long terme (ou « *value investing* ») dans son célèbre ouvrage « *The Intelligent Investor* ». Nous pensons qu'il est utile de répéter la parabole.

« Imaginez que vous détenez une action dans une société privée que vous avez achetée 1 000 \$. Un de vos associés, que nous appellerons Monsieur Marché, est vraiment très serviable. Il vous informe tous les jours sur la valeur de votre investissement et, en plus, vous propose soit de vous racheter vos actions soit de vous en vendre davantage sur la base du cours qu'il a défini. Parfois, l'idée qu'il se fait sur la valeur de votre placement semble plausible et justifiée par les évolutions et les perspectives commerciales, telles que vous les percevez. Mais Monsieur Marché se laisse souvent submerger par son enthousiasme ou ses craintes et vous avez l'impression que la valeur qu'il propose frise la stupidité.

Si vous êtes un investisseur prudent ou un homme d'affaires avisé, est-ce que vous allez laisser les informations journalières transmises par Monsieur Marché vous dicter ce que représente votre investissement de 1 000 \$ dans cette société ? Seulement si vous êtes d'accord avec lui ou si vous souhaitez faire des affaires avec lui. Il se peut que cela vous convienne de lui vendre vos actions lorsqu'il vous donne un prix ridiculement trop élevé et, de même, de lui acheter des actions lorsque le prix est bas. Mais, le reste du temps, il sera plus judicieux de vous forger votre propre opinion sur la valeur de vos participations, en vous basant sur les rapports complets qui ont été établis sur la société, sur ses activités et sa situation financière. »

L'investisseur type se trouve exactement dans cette position s'il détient une action cotée en Bourse. Il peut tirer parti du cours quotidien ou l'ignorer, comme il lui semblera bon. Il doit prendre connaissance des mouvements de prix importants, (... mais) à notre avis ces signaux peuvent autant induire en erreur l'investisseur que l'aider. En fait, les variations de prix ont une seule signification importante pour l'investisseur type. Elles lui donnent la possibilité d'acheter avec sagesse lorsque les prix chutent fortement et de vendre avec sagesse lorsqu'ils montent énormément. Et parfois même il aura tout intérêt à ignorer les soubresauts du marché et à se concentrer sur ses rendements en dividendes et sur le résultat d'exploitation des sociétés dans lesquelles il détient une participation.

Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (1949), p. 42.

Figure 1
LTIF – Classic EUR

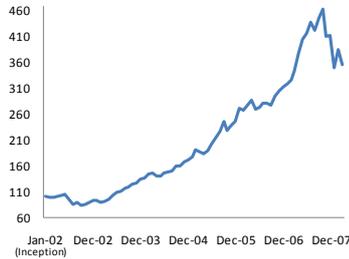


Figure 2
LTIF – Alpha EUR

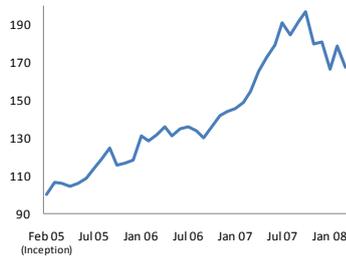


Figure 3
LTIF – Global Energy Value EUR

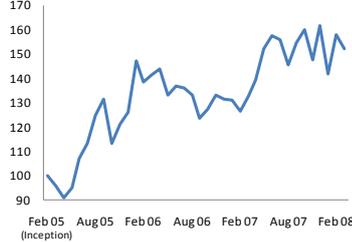


Figure 4
LTIF – Stability CHF

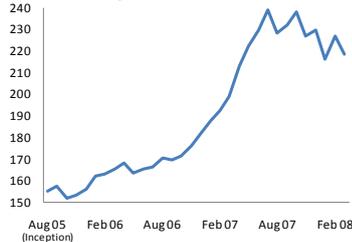
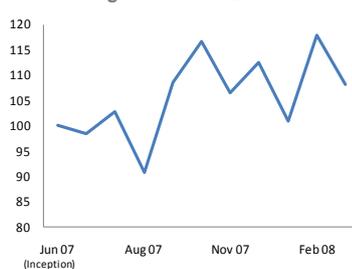


Figure 5
Global Mining Value Fund EUR



Tant que les investisseurs se fieront aux signaux de Monsieur Marché (« un type instable » d'après Warren Buffett) au lieu d'en tirer parti, ils seront condamnés à perdre de l'argent, encore et encore. Ils achèteront des produits chers, à la mode, comme des valeurs technologiques à la fin des années 90, ou des obligations sophistiquées, à rendement élevé, notées AAA, qui étaient disponibles sur le marché ces derniers temps (et les fonds alternatifs qui sont basés sur ces produits)... qu'ils finiront par devoir vendre lorsqu'ils ne vaudront plus rien. Ils pourront, ce qui n'est pas mieux, céder au vent de panique et vendre des actifs parfaitement sains à des prix ridicules, ce qui empêchera de faire des bénéfices sur le long terme. Comme nous le verrons plus tard, vendre une grande partie de nos actions aux cours actuels reviendrait à vendre des actifs qui rapportent beaucoup plus que 10 % après inflation pour toujours.

Les résultats de nos fonds au cours des trois derniers mois ont été extrêmement volatiles : nous avons vécu à la fois les deux « plus mauvais » mois de notre histoire et également le « meilleur ». (voir le tableau 1 et les figures 1 à 5). Bien que nos investisseurs sachent très bien que les fluctuations à court terme ne veulent pas dire grand chose (c'est la raison pour laquelle nous avons mis « plus mauvais » et « meilleur » entre guillemets), il est important de comprendre ce qui se passe.

Tableau 1 : Valeur liquidative – Encours sous gestion en euros

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	355.00	-14.06%	2.87%	255.00%	1'234.49
LTIF Alpha [EUR]	167.38	-7.19%	8.26%	67.38%	253.82
LTIF Global Energy Value [EUR]	152.13	-5.93%	14.72%	52.13%	39.50
LTIF Stability Series [CHF]	218.30	-4.88%	9.75%	41.04%	86.55
Global Mining Value Fund [EUR]	108.20	-3.86%	n.a	8.20%	79.19
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'812.06	-15.99%	-18.31%		

Une caractéristique de nos fonds, qui le restera probablement, est que nos actions chutent plus que le marché lors de vents de panique. Nous avons remarqué ce phénomène au cours des dernières années : au lieu d'enregistrer une augmentation de prix plus importante que le marché en général (plus de 25 % par an), en période de tourmente sur les marchés financiers, nos actions enregistrent des résultats « pires ». Le tableau suivant illustre ce phénomène.

Tableau 2 : Valeur liquidative – Encours sous gestion en euros

Date	MSCI World TR EUR	LTIF Classic
31.05.2006	-5.19%	-6.03%
2006 YTD	7.93%	27.61%
30.11.2007	-5.42%	-11.23%
2007 YTD	-1.18%	31.88%
31.01.2008	-8.78%	-15.21%
31.03.2008	-5.07%	-7.86%
2008 YTD	-15.99%	-14.06%

Cette « chute supplémentaire » a une conséquence technique : le fonds Alpha, qui est couvert, et qui ne devrait donc pas suivre la baisse du marché, a quand même baissé au cours de cette période du fait que la chute de nos actions a été plus importante que celle du marché en général, ce qui rend donc « l'assurance » insuffisance.

Les fonds se comportent de cette manière parce que, presque par définition, nous achetons des actions que les gens n'aiment pas en définitive. Sinon, elles ne seraient pas bon marché. Nous enregistrons de bons résultats lorsque nous achetons, parmi les actions bon marché du monde entier, celles qui ne méritent pas le prix bas que le marché leur a attribué. Comme l'indique notre palmarès, nous avons eu plus souvent raison que tort par le passé. Mais cette stratégie nous conduit à acheter des actions sur les marchés émergents, des actions de sociétés à capitalisation moyenne (*medium cap*), des actions de producteurs de matières premières, des valeurs qui sont considérées comme « risquées » et dont les cours décrochent fortement lorsque les marchés sont en proie à un vent de panique. Si les fondamentaux sont solides, ces actions récupèrent d'un montant supérieur aux pertes encourues lorsque le marché retrouve ses esprits (d'où notre bonne performance historique), et donc un certain niveau de « dumping » est à prévoir lorsque le marché est envahi par le stress. Ceci n'a pas du tout de conséquences en soi, hormis le fait qu'il offre à nos investisseurs, qui nous connaissent bien, des points d'entrée périodiques sur le marché. Ces chutes ne sont mauvaises que si elles forcent les investisseurs à vendre et anéantissent donc les excellentes perspectives de gain futur.

Nous sommes naturellement des investisseurs nous-mêmes : les mandants et employés de Strategic Investment Advisors Group ont investi la plupart de leur patrimoine dans nos fonds et nous sommes probablement les plus grands investisseurs « individuels » – nous disons « probablement » car les fonds sont soumis aux lois du Luxembourg et de la Suisse, lesquelles, compte tenu de leurs réglementations strictes en matière de secret bancaire, ne nous permettent pas de connaître l'identité des véritables actionnaires. En tant qu'investisseurs, nous avons une réaction automatique lorsque nous sommes confrontés à ces périodes de turbulences : nous examinons notre portefeuille et réévaluons encore une fois tous les bénéfices de toutes nos sociétés. Ceci nous permet de nous rassurer sur la qualité de nos placements et nous aide à ignorer le brouhaha ambiant. Ce n'est pas parce que certaines de nos actions ont chuté de 30 % en quelques semaines que nous allons faire moins de bénéfices à l'avenir, en tant que propriétaires de sociétés. Monsieur Marché est simplement en train de paniquer et nous donne peut-être une excellente opportunité de se faire encore plus d'argent que prévu.

Dans cette lettre d'information relativement longue, nous aimerions donner à tous nos investisseurs la possibilité de réaliser ce « contrôle de la situation réelle » en examinant certains de nos principaux investissements de manière approfondie. Nous essayons toujours de donner une idée à nos investisseurs sur ce qu'ils achètent

réellement et nous leur communiquons, par exemple, le ratio cours/bénéfice du fonds global, ou son rendement en dividendes. Mais nous souhaitons à présent leur expliquer la logique de ces investissements et notre méthode d'évaluation des bénéfices futurs. C'est, de toute évidence, la seule méthode d'investissement sérieuse.

Quelques considérations d'ordre « macro-économique »

Tout d'abord, quelques mots inévitables sur les conditions « macro-économiques » actuelles. Toute personne qui lit la presse financière ou, ce qui est pire, qui regarde les programmes d'informations financières à la télévision, est bombardée en permanence d'arguments extrêmement superficiels. Un exemple : « Compte tenu de la crise financière, le consommateur américain, qui représente 70 % du PIB de l'Amérique, ne pourra plus consommer et cette situation aura un effet boule de neige sur la Chine, qui ne pourra plus exporter ses produits vers les États-Unis, ce qui aura à son tour un effet sur le prix des matières premières qui se trouvent dans une phase de bulle spéculative, et à leurs plus hauts niveaux historiques de toute façon. » Peu de rapports pensent à mentionner l'Europe dont l'économie est légèrement plus importante que celle des États-Unis et qui n'est pas axée sur la consommation. Ces rapports mentionnent tout au plus que l'Europe ne peut enregistrer de bonnes performances si les États-Unis ne se portent pas bien (le contraire n'a cependant jamais semblé problématique pour les commentateurs américains).

Tout ceci naturellement est stupide. Tout d'abord, la consommation ne fait pas partie du PIB, qui signifie rappelons-le Produit Intérieur Brut. La consommation est quelque chose que l'on peut utiliser après que quelque chose ait été produit (l'autre activité principale est l'épargne/l'investissement qui, contrairement à une croyance populaire, n'est pas une activité illégale aux États-Unis). Deuxièmement, les États-Unis représentent 25 % de l'économie mondiale et 15 % de cette économie se retrouve dans les échanges internationaux. Ses importations représentent donc un peu plus de 3 % de l'économie mondiale totale. Les 85 % restants de l'économie américaine représentent la production locale qui est destinée à la consommation locale, comme les employés des autorités fédérales, des États et des municipalités qui produisent/consomment environ 40 % du PIB total et qui ne vont nulle part ; ou les restaurants ; ou le secteur de la santé. La plupart des échanges internationaux obéissent inévitablement à la même règle parce qu'il n'y a pas d'autre alternative (pétrole) ou parce qu'il s'agit d'échanges intra sociétés : IBM ou Caterpillar importent des pièces fabriquées à l'étranger pour les machines que ces sociétés assemblent aux États-Unis. Ils ne peuvent pas arrêter d'importer ces pièces sans que cela ne perturbe toute la société. Par le passé, l'impact d'une récession aux États-Unis sur le commerce mondial a été très limité. La raison est simple : une récession aux États-Unis signifie une chute annuelle de 1 % du PIB américain. Ceci se traduit par une chute de 0,25 % du PIB mondial. Ceci se traduit par une chute de 0,25 % du PIB mondial dont le rythme de croissance annuel sera

alors de 3,75 % au lieu de 4 %. Cette répercussion ne semble pas si terrible pour un investisseur.

L'impact est en fait encore plus limité pour la plupart des sociétés mondiales car très peu d'entre elles concentrent leur activité dans les domaines qui sont le plus affectés par l'économie américaine. La plupart des échanges des marchés émergents par exemple se fait avec d'autres marchés émergents. En outre, les marchés émergents dont le rythme de croissance est le plus rapide, comme la Chine, la Russie ou l'Inde, se sont lancés dans de grands programmes d'investissements internes pour offrir à leurs populations les moyens de communication, les routes et les logements qu'ils réclament. Les événements aux États-Unis n'ont aucun impact sur ces marchés. La Chine, par exemple, qui a plus d'un billion de dollars en devises étrangères, pourrait très bien arrêter d'exporter et se concentrer sur sa croissance, en réglant ses importations nécessaires de matières premières sur le surplus énorme qu'elle a accumulé. C'est en fait ce qui est en train de se passer progressivement.

Le tableau, à l'échelle macro-économique, est en fait relativement simple : les États-Unis ont consommé pendant des années beaucoup plus qu'ils n'ont produit, d'où leur déficit commercial. Ce déficit était contrebalancé par une grande partie du solde de l'excédent commercial mondial. Par exemple, les Chinois (et les Suisses !) produisaient beaucoup plus qu'ils ne consommaient. À présent, comme l'ont réclaté des décideurs politiques depuis des années, ce déséquilibre permanent est en train de se corriger.

Le problème, c'est que les citoyens américains ne le perçoivent pas comme la correction d'un déséquilibre : pour eux, cela ressemble à l'enfer parce qu'ils doivent consommer moins, rembourser leurs dettes qui sont énormes et laisser les producteurs chinois et suisses (et les japonais et les français...) profiter davantage de leur production. Pire encore, pour corriger des années de surconsommation, les États-Unis doivent aussi envoyer à ces « étrangers » quelque chose qui est encore plus précieux que des titrisations (*Collateralised Debt Obligations*) basées sur les crédits hypothécaires à risque (*subprime*) et des actions dans Blackstone ou Carlyle, et prélever ce « quelque chose » sur leur consommation actuelle. Ils ne se sentent pas bien et cela se voit. Ils parlent de récession pour les années à venir... Mais le reste du monde ne percevra pas la situation de la même façon. Les affaires se dérouleront comme d'habitude, certes avec des fluctuations inévitables au niveau de l'économie. Après tout, la croissance du Japon et de l'Allemagne, les deuxième et troisième économies mondiales (qui représentent toutes deux environ 2/3 des États-Unis), a été très faible voire nulle au cours des dix dernières années et le reste du monde (tout particulièrement les États-Unis) ont enregistré de bonnes performances. Mais peu de gens parlent du boom économique actuel de l'Allemagne, un pays dans lequel le taux de chômage continue de baisser (comme en France). Dans le cadre de voyages effectués à Shanghai et à Hong-Kong, où nous avons rencontré plus de cinquante sociétés, nous avons eu l'opportunité

Lettre d'information mars 2008

de vérifier de première main le faible impact de ces problèmes « macro-économiques ».

Un choc énorme, composé de deux caractéristiques, était nécessaire pour corriger ce déséquilibre chronique : le refus des crédits aux consommateurs américains et la chute du dollar. Ces deux événements permettront de forcer et de faciliter le désendettement des États-Unis et de faire revenir ce pays à une situation d'équilibre dans laquelle les importations seront contrebalancées par les exportations. Et c'est précisément ce qui est en train de se passer maintenant : les prêteurs ont réalisé qu'ils avaient prêté de l'argent à des emprunteurs peu fiables et le dollar est en baisse par rapport à la plupart des autres devises.

Naturellement, si une grande partie du monde a un taux de croissance plus faible, voire nul, c'est la croissance mondiale qui sera ralentie. Mais qu'est-ce que cela signifie pour un investisseur ? Rien de bien grave en réalité. Sur le long terme, les sociétés ne sont pas énormément affectées par ces événements. Tout d'abord parce que l'impact réel est faible : comme nous l'avons mentionné dans une précédente lettre d'information, la différence entre une année fantastique et une année horrible pour l'économie mondiale se traduit par une chute de la croissance de 2 %. Deuxièmement, parce que les sociétés performantes s'adaptent à la situation lorsque les conditions évoluent. La plupart d'entre elles couvrent leur exposition au risque de change, produisent et vendent dans différents pays et essaient de développer des produits pour des pays dans lesquels la demande est la plus forte. Au fil des ans, si une société est performante et bien gérée, elle dégagera des bénéfices quelle que soit la situation économique. Pour reprendre nos exemples précédents, IBM, tout comme Caterpillar, ont traversé de nombreuses récessions aux États-Unis et dans d'autres régions du monde et continuent toujours de dégager de bons rendements année après année. Lorsqu'elles ont rencontré des difficultés, c'était dû à des problèmes spécifiques internes, stratégiques ou opérationnels, et non à des problèmes « macro-économiques ».

Ce qui importe pour les investisseurs, c'est la qualité des sociétés qu'ils achètent (leurs bénéfices futurs) et le prix qu'ils paient pour ces sociétés. En divisant le premier chiffre par le second, vous avez une idée de la rentabilité à long terme de l'investissement. Mais nous avons de mauvaises nouvelles sur ce point. Même après les chutes des derniers mois, le marché américain, qui est considéré habituellement comme un indicateur clé, est très cher. Croyez-le ou non le ratio cours/bénéfice 2007 de l'ensemble des sociétés S&P 500 est de 18. Aucune société n'anticipe une hausse substantielle de ses bénéfices pour 2008 et 18 est également le ratio cours/bénéfice pour 2008. Mais, acheter à un ratio de 18 condamne l'acheteur à une rentabilité à long terme de 5 %... sauf si les bénéfices augmentent très rapidement ou si vous arrivez à trouver rapidement un investisseur qui serait encore « plus fou » et prêt à payer un prix encore plus élevé pour les actions.

Mais nous n'achetons pas à ces niveaux de prix. Notre ratio cours/bénéfice moyen pour 2008 est aux alentours de 7. Ce qui signifie que, si notre prévision de bénéfices est correcte, nous gagnerons 15 % cette année, quelles que soient les performances du marché. Croyez-le ou pas, si les actions baissent, c'est dans l'intérêt des investisseurs qui souhaitent dégager des plus-values à long terme. Ce n'est pas dans leur intérêt que les actions montent. De même, les marchands de biens immobiliers ont tout intérêt à dénicher de bonnes affaires et à ne pas acheter quand les prix sont au plus haut.

Un dernier point « macro-économique » avant d'entrer dans les détails sur nos investissements. Nos fonds sont essentiellement cotés en euros, bien que certaines séries soient en dollars US et en francs suisses. L'euro a été la devise la plus forte du monde pendant un certain temps (le franc suisse s'est redressé récemment par rapport à l'euro). Ceci signifie que les prix des actions que nous avons achetées sur les marchés mondiaux semblent encore meilleur marché une fois convertis en euros par rapport aux prix exprimés dans leur propre devise. Nous ne couvrons pas les devises parce que c'est un exercice très onéreux qui se traduit par une destruction de valeur sur le long terme. Mais il serait néanmoins utile de le faire, de temps à autre, (cela ressemble beaucoup à l'achat d'un billet de loterie : hautement rentable mais uniquement si l'on achète le bon billet). La force actuelle de l'euro finira par diminuer et notre « performance » apparaîtra bien meilleure. Cela n'est pas très important.

Commentaires sur nos principaux investissements

Barratt Development est un constructeur de logements au Royaume-Uni. C'est un des plus grands dans ce pays avec 18 000 maisons construites et vendues l'année dernière. Tout le monde sait que le secteur immobilier britannique connaît des problèmes, et ce, pour deux raisons principales qui se renforcent mutuellement : le prix de l'immobilier a grimpé trop rapidement et les produits ne sont pas vraiment abordables. Par ailleurs, la tourmente qui sévit actuellement sur le marché du crédit restreint les capacités d'obtention de prêts hypothécaires pour les consommateurs. Sans financement, les constructeurs de logements ne peuvent pas vendre car peu de clients peuvent payer cash.

Nous tenons naturellement compte de ces facteurs. Tout particulièrement, notre évaluation comprend une chute de 20 % du volume de maisons vendues en 2008 par rapport à 2007, ce qui est sans précédent, ainsi qu'une chute de 5 % des prix de l'immobilier, ce qui est également sans précédent (on nous laisse entendre que fin mars le prix du marché immobilier neuf n'a pas chuté du tout). Nous nous attendons donc à une reprise très lente des volumes et à des prix très statiques, ce qui, après inflation, signifie une chute annuelle réelle de 3 % à 5 %. Nous pensons que les volumes vont se redresser car, contrairement au marché américain et à certains marchés européens comme l'Irlande ou l'Espagne, le Royaume-Uni est en situation de pénurie chronique de logements. 170 000 nouveaux logements ont été construits l'année dernière

Lettre d'information mars 2008

par rapport à une demande estimée par le gouvernement à 250 000 (à titre de référence, 400 000 logements ont été construits en France, dont la taille du marché est similaire, et 700 000 en Espagne).

En se basant sur ces hypothèses, nous pensons que Barratt devrait rapporter 50 cents par action en 2008, 60 en 2009 et 70 en 2010. Avec un cours de 420 cents, ceci signifie pour les investisseurs une plus-value nette de 15 % environ sur le long terme. La plus grande partie de cette plus-value est sous forme de liquidités : le rendement en dividendes attendu pour 2008 est supérieur à 8 %, ce qui donne déjà une bonne couverture. Barratt est devenu un titre très bon marché après avoir racheté Wilson Bowden lorsque le marché était au plus haut. Barratt s'est endetté pour cette acquisition et les investisseurs ont pris peur. Les constructeurs de logements n'ont pas de problèmes de trésorerie à court terme mais ils ont un grand stock de terrains qu'ils peuvent réduire tout simplement en n'achetant rien pendant un certain temps. Étant donné que le prix du foncier est en baisse (mauvaise nouvelle pour Barratt mais l'achat de ce terrain cher a été une erreur du passé), les constructeurs de logements n'achètent plus de terrains à l'heure actuelle et ils regorgent donc de liquidités. Dès lors, nous ne pensons pas que la société rencontrera des problèmes financiers. Toute provision éventuelle aux pertes et profits permettra simplement de constater que la société a détruit de la valeur achetant Wilson. Mais c'est du passé. Ce qui importe maintenant, c'est le niveau des bénéfices futurs de la société et le cours d'acquisition. À ce niveau de cours, nous pensons que c'est une bonne affaire. 2 % environ du fonds Classic et du fonds Alpha sont investis dans la société.

Sociétés industrielles européennes

Les chutes brutales du cours des actions au mois de janvier nous a permis d'acheter des sociétés très intéressantes à des prix excellent. L'une d'entre elles est **Biesse**. C'est le deuxième plus grand producteur de machines de menuiserie (le plus grand est **Homag**, que nous avons également acheté). Il est basé en Italie. Son chiffre d'affaires de 2007 s'établit à 466 millions d'euros et ses bénéfices sont de 38,74 millions d'euros. Nous avons trouvé la société en début d'année dernière et leur avons rendu visite à leur usine de Pesaro. Bien que l'action ne soit pas aussi bon marché que nous aurions aimé, nous avons acheté quelques actions, car c'était vraiment tentant. Les actions s'échangeant à 18 € à ce moment-là. L'action a monté relativement vite et nous avons vendu au mois de mai, trois mois plus tard, à 22 euros : les perspectives étaient excellentes mais nous avons l'impression que nous pouvions faire davantage d'argent ailleurs. Au mois de janvier 2008, nous avons trouvé la société sur un de nos « écrans » habituels et ses actions se vendaient à 12 €. Nous avons eu une longue conférence téléphonique avec la direction pendant laquelle nous avons contrôlé que tout ce qu'il avait dit au mois de février 2007 s'était plus ou moins réalisé, ce qui s'est vérifié. Nous avons donc acheté à ce niveau de prix. Nous nous attendons à des bénéfices par action de 1,6 € pour cette année, avec une tendance haussière confortable,

ce qui nous assurerait un rendement après régularisation de 19 % sur le long terme. Des évolutions similaires sont à noter chez Homag, le principal concurrent de Biesse, et chez **KSB AG**, toutes deux basés en Allemagne. Nous pensons que leurs actions ont été bradées à cause de la récession aux États-Unis et des investisseurs qui ont estimé que ses produits n'allaient plus se vendre. Mais c'est un raisonnement ridicule : ces sociétés vendent leurs produits dans le monde entier à des clients très stables. Au cours des dix dernières années, l'année la moins bonne a été 2002, au plus bas de la dernière récession, lorsque les ventes ont chuté de 1 %. Au cours des quinze dernières années, le chiffre d'affaires a augmenté tous les deux ans, atteignant une moyenne de 2,7 % par an depuis 1991. À l'heure actuelle, aucune de ces sociétés ne concentre une partie importante de ses ventes aux États-Unis et, même si c'était le cas, cela ne voudrait pas dire que le chiffre d'affaires serait de zéro : une récession aux États-Unis ne veut pas dire que le pays va être englouti pour toujours au fond de l'océan mais plutôt que le PIB va stagner ou être légèrement inférieur pendant une année. Ces sociétés sont très résistantes. Par exemple, un client crucial pour KSB, qui est le leader mondial des pompes de précision, est le secteur énergétique qui, comme nous le constatons ci-dessous, est en plein essor. Certaines de leurs pompes sont installées dans des centrales nucléaires qui doivent les remplacer régulièrement. Conformément à la loi, ces centrales doivent les acheter après du fournisseur d'origine. Ce groupe de sociétés représente environ 7 % de notre portefeuille.

Distributeurs européens d'acier

Nous possédons trois titres de distributeurs européens d'acier : **IMS**, **Kloekner**, et **Jacquet Metals**. À première vue, on peut toutes les mettre dans le même panier mais ce sont vraiment des sociétés très différentes qui ne se font pas concurrence entre elles. **IMS** (*International Metal Services*) est une société dont le siège social est basé à Paris, active dans la distribution d'aciers spéciaux. C'est essentiellement un grossiste, placé entre le producteur d'acier et la myriade de petites sociétés qui utilisent de l'acier pour leurs produits (comme les sociétés dont nous avons discuté par exemple au paragraphe précédent). Ils ont des milliers de clients dans toute l'Europe et leur facture moyenne par client est de 2 000 euros.

Leur activité n'est pas très compliquée mais exige une très bonne infrastructure logistique et, surtout, un contrôle sans faille des stocks. Des systèmes informatiques sophistiqués dotent IMS d'un avantage concurrentiel net sur ses concurrents qui sont pour la plupart de petites entités familiales locales (du type « *mom and pop* »). En fait, c'est tout le secteur qui subit actuellement une restructuration et une concentration. IMS, en tant que concentrateur clé, a un taux de croissance à long terme de 15 %, dont 6 % est une croissance organique (en enlevant la part de marché des petites) et 9 % représente des acquisitions de petites sociétés, habituellement au moment du départ à la retraite du fondateur. Le taux de croissance est dès lors très attractif même si le marché global n'augmente qu'à un rythme (très régulier) de 3 % par an. Nous

pensons que la société sera proche d'un bénéfice par action de 3,8 € cette année, ce qui nous assure une rentabilité à long terme de 19 % (les actions s'échangent sur le marché autour de 25 €). Nous achèterions davantage d'actions de cette société si elle était plus grande mais nous ne souhaitons pas détenir des positions non liquides dans nos fonds. Nous avons rencontré la direction plusieurs fois et sommes convaincus de son excellence et de son intégrité. Les sociétés Kloeckner et Jacquet Metals sont dans des segments différents mais ont une approche similaire. La première société, qui est plus grande, vend de l'acier ordinaire. La seconde, plus petite, est spécialisée dans les tôles en acier inoxydables. Les bénéfices de ces sociétés seront supérieurs aux prévisions cette année car le prix de l'acier augmente rapidement ce qui se traduit par des gains exceptionnels sur les stocks. Nous ne comptons pas sur ces profits car ils ne sont pas récurrents mais ils sont néanmoins les bienvenus. Ces trois sociétés constituent un peu moins de 6 % de nos fonds Classic et Alpha. Jacquet Metals vient de publier ses derniers résultats pour 2007. Son ratio cours/bénéfice, pour cette année et celui prévu pour 2008 est en dessous de 5.

Chantiers navals

Environ 4 % de notre portefeuille est investi dans les chantiers navals coréens. Ce chiffre était supérieur l'année dernière mais nous avons vendu quelques titres étant donné qu'ils s'étaient fortement appréciés. Ces sociétés ont une excellente visibilité en termes de chiffre d'affaires : leur carnet de commandes est rempli pour les trois à quatre prochaines années et elles ont augmenté leurs prix. Malheureusement, le coût de l'acier et d'autres coûts augmentent et leurs marges seront probablement un peu inférieures aux attentes. Mais une société comme Hyundai Mipo Dockyard a un ratio cours/bénéfice de 6,2 si on tient compte des participations dans d'autres sociétés du groupe Hyundai. Les actions ont décroché de 30 % pendant les premières semaines de 2008, sans aucune raison précise si ce n'est la liquidation généralisée des positions coréennes par les fonds étrangers. Nous avons eu la chance de pouvoir discuter de l'activité plusieurs fois avec la Direction de la compagnie et ne voyons aucun problème particulier par rapport à nos prévisions. La société agrandit un chantier naval qu'elle possède au Vietnam où les coûts sont moindres qu'en Chine, avec, pour objectif, de générer une croissance future et d'être compétitif.

Compagnies pétrolières

Dans une lettre d'information de 2005 ([cliquez ici pour la consulter](#)), nous avons affirmé qu'il n'était pas très difficile d'estimer le futur prix du pétrole. Tout ce que nous avons besoin de savoir était la demande future, l'offre future, et l'élasticité de la demande par rapport au prix du pétrole. Il est relativement facile de donner une estimation de ces trois chiffres pour les cinq ans à venir étant donné que le taux de croissance est relativement constant, entre 1 % et 3 % par an, du côté de la demande. Il est très facile de prévoir l'offre disponible : développer un nouveau puits de pétrole prend plus de cinq ans et nous connaissons dès à présent ce qui sera en exploitation au cours des cinq prochaines années (au moins car il a toujours des retards). L'élasticité de la demande (degré de fléchis-

Lettre d'information mars 2008

sement de la demande en cas de hausse des prix) a été estimée par de nombreuses agences. Il vous reste à ajouter un dernier élément : la « déplétion » – chute de production annuelle due au tarissement des puits de pétrole actuellement en exploitation – et vous aurez tous les ingrédients nécessaires pour estimer les prix pour les cinq prochaines années. Ce ne sont, naturellement, que des estimations approximatives : la croissance exacte de la demande varie tous les ans. Tous les nouveaux projets ne vont pas se matérialiser. L'élasticité de la demande n'est qu'une estimation et la « déplétion » est difficile à calculer précisément car les producteurs clés gardent leurs informations secrètes. En prenant des chiffres raisonnables, nous en sommes venus à la conclusion que le prix du pétrole (même au niveau incroyable de 50 \$ par baril) n'allait pas baisser.

Si nous répétons maintenant nos calculs, nous parvenons à la même conclusion : c'est difficile d'imaginer comment les prix pourraient baisser dans un contexte de hausse continue de la demande dans le monde entier (même s'il y a une récession aux États-Unis, plus de 1 000 nouvelles voitures entrent dans les rues de Beijing tous les jours) et l'offre n'arrive pas à suivre. En fait, le monde a exploité ses ressources à fond au cours des dernières années et il ne reste que très peu de capacité excédentaire dans le système. Ceci signifie qu'il n'y a pas assez de pétrole pour tout le monde et que les prix doivent monter si l'on veut convaincre les gens d'arrêter d'en consommer et persuader d'autres personnes que l'exploration est une bonne idée. Il est difficile d'imaginer un changement rapide à ce niveau.

Les commentateurs ne cessent de répéter depuis des années que, selon les « fondamentaux », le pétrole est surcoté et que le niveau de prix élevé n'est que le fruit de la « spéculation » ou d'une « prime de terreur » ou les deux à la fois. C'est peut-être le cas, mais, à notre avis, ces « fondamentaux » correspondent à l'offre et à la demande et sont très faciles à suivre. Le pétrole est au-dessus de 100 \$ le baril et la tendance à long terme, qui sera ponctuée par des hauts et des bas, est encore haussière.

Dans ce contexte, il devrait être facile de dégager des plus-values en investissant dans les compagnies pétrolières. Mais en fait, ce n'est pas le cas. Pour commencer, de nombreuses compagnies pétrolières n'ont pas tant de pétrole que cela : elles doivent remplacer la quantité qu'elles vendent tous les ans par de nouvelles sources. Ces sources sont difficiles à trouver et lorsqu'on les trouve, elles sont bien plus difficiles à exploiter que par le passé. Ajoutez à cela la ponction effectuée par les gouvernements locaux auxquels ces ressources appartiennent en fin de compte et vous verrez que les résultats dégagés par les compagnies pétrolières peuvent être modestes mêmes avec ce niveau de prix élevés.

C'est la raison pour laquelle nous investissons dans des sociétés dont les ressources sont prouvées et situées dans des pays stables, comme les producteurs de sables bitumineux du Canada. Ou alors dans des sociétés qui sont très actives dans l'exploration pétrolière off-shore, et situées dans des zones attrayantes, bénéfici-

ciant de conditions économiques stables comme l'Afrique de l'Ouest. Ces producteurs de pétrole et de gaz représentent 9 % des fonds Classic et Alpha. Ils représentent 35 % du fonds Energy, dans lequel elles sont complétées par les compagnies de service pétrolier ainsi que par les producteurs de charbon (voir ci-dessous).

Sociétés de forage

Après la phase d'exploration, il faut forer le sol pour extraire le pétrole, sur un sol ferme ou sous l'eau, parfois à des milliers de mètres de profondeur. Ces opérations sont généralement réalisées par des « appareils de forage » qui appartiennent à des sociétés spécialisées, et qui les louent sur la base de contrats à moyen et long terme à des compagnies pétrolières. Certains de ces appareils de forage sont des installations off-shore assez impressionnantes et coûtent plus de 700 millions de dollars à construire. Le délai de livraison type est désormais de trois à quatre ans. Ils sont loués à des tarifs journaliers qui peuvent atteindre 600 000 \$.

Comme dans de nombreuses autres sociétés dans lesquelles nous avons pris des positions, la visibilité est relativement bonne : vu la nécessité de trouver de nouvelles sources de pétrole, comme nous l'avons expliqué dans les paragraphes précédents, la demande ne peut que croître régulièrement à l'avenir. L'offre est également connue : nous connaissons le nombre de derricks existants dans le monde, combien sont en cours de construction et combien ont été commandés mais ne sont pas encore construits. C'est un fait certain que, sauf si tout le monde se désintéresse du pétrole, cette activité va être lucrative. Les prix élevés actuels attirent naturellement des capacités supplémentaires et, contrairement au pétrole, ces capacités nouvelles peuvent être mise en place mais cela prendra du temps. Nous valorisons ces sociétés en prenant comme hypothèse un léger fléchissement des prix sur les cinq années à venir lorsque les capacités supplémentaires seront opérationnelles dans le secteur. Néanmoins, malgré une baisse éventuelle des marges, au cours actuel des actions, nous anticipons quand même des rendements qui seront bien supérieurs à 15 % sur le cycle complet. Les sociétés de forage, basées en Norvège et aux États-Unis, constituent environ 9 % de nos fonds Classic et Alpha et 25 % de notre fonds Energy.

Sociétés d'études sismiques

Pour les motifs exposés ci-dessus, l'exploration de pétrole devient de plus en plus chère. Les compagnies pétrolières cherchent donc de plus en plus à obtenir de l'aide pour éviter les « trous secs ». Les études sismiques, dont l'objet est de révéler la composition du sous-sol, tout particulièrement les forages off-shore, leur permettent de mieux évaluer s'il est raisonnable de forer, ou encore si cela ne vaut pas la peine. L'exemple suivant vous donne une idée de l'importance d'éviter des forages de trous secs : le seul trou que Petrobras a foré pour tester l'énorme gisement de pétrole au large du Brésil, a coûté 280 millions de dollars.

Les sociétés d'études sismiques équipent des navires de matériel très spécialisé qui est installé sur la zone à analyser. Ils émettent des sons qui sont réfléchis et captés par des détecteurs, ce qui permet en quelque sorte d'effectuer une « radiographie » des fonds sous-marins. On utilise maintenant, en plus des ultrasons, des signaux électromagnétiques, qui permettent de se faire une idée plus précise de la composition des différentes couches du terrain.

Ce sont des technologies complexes qui requièrent des navires et un matériel spécialisés ainsi que des installations informatiques pour traiter les données qui ont été collectées en mer. Les résultats sont vendus à toutes les sociétés qui sont intéressées par des licences d'exploration dans la région, et qui ont besoin de savoir si la zone est prometteuse ou non ; ou bien ils sont vendus en exclusivité, à des sociétés qui détiennent déjà la licence. Dans le second cas, l'étude est réalisée sous contrat et il n'y a aucun risque pour la société d'études sismiques.

Les services de ces sociétés font actuellement l'objet d'une demande importante et les prix (ainsi que les bénéfices) sont donc élevés. Comme d'habitude, l'offre ne suit pas : les délais de livraison des nouveaux navires sont longs, le matériel est hautement spécialisé et le personnel expérimenté est rare. Le marché craint un repli de ses bénéfices et reste traumatisé par l'effondrement total de la demande il y a dix ans lorsque les prix ont chuté à 10 \$ le baril, et par l'abandon des projets d'exploration. Mais, comme nous en avons discuté plus tôt, cela ne risque pas de se reproduire et nous pensons que les bénéfices vont être stables pendant les années à venir : les forts volumes attendus compenseront l'effritement des marges imposé par la concurrence. À l'heure actuelle, ces sociétés (**Wavefield, TGS, PGS, Seabird...**) ont des ratios cours/bénéfice aux alentours de 8 et des taux de croissance annuels supérieurs à 20 %. Elles sont basées en Norvège et ont acquis leur expérience sur les puits de pétrole de la Mer du Nord. Nous avons eu l'occasion de leur rendre visite à plusieurs reprises.

Sociétés minières

En tant que secteur, les sociétés minières représentent la position la plus importante du fonds Classic, avec une pondération supérieure à 15 %. Comme nous l'expliquerons plus loin, ce n'est probablement pas une bonne idée de considérer ces sociétés comme un bloc homogène mais c'est ainsi qu'elles ont été classées. Les sociétés minières représentent également la base de notre fonds spécialisé Mining.

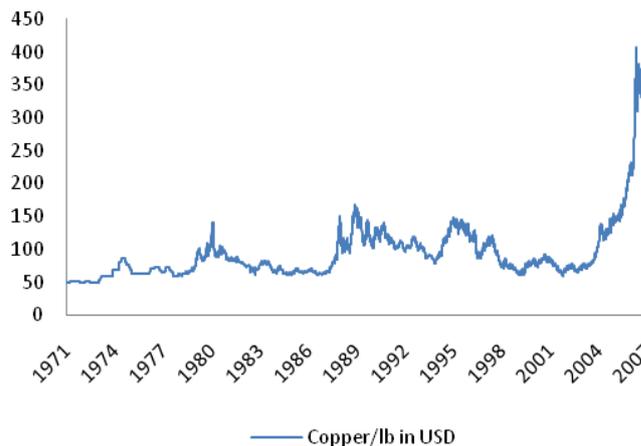
Ce n'est pas très difficile de valoriser une société minière : de manière générale, il est facile d'évaluer précisément ses réserves et cela ne fait aucun doute que le produit va être vendu au prix du marché car il s'agit d'une matière première. Outre des problèmes techniques éventuels, la seule source véritable d'incertitude réside dans le prix futur de la matière première. Étant donné que les mines durent en moyenne entre 10 et 20 ans, une prévision à très long terme s'impose pour effectuer une analyse raisonnable.

Est-ce que cette prévision à long terme est possible ? Certainement pas si l'on regarde le prix des actions des sociétés minières : elles peuvent fluctuer de plus de 20 %, à la hausse comme à la baisse, sur quelques semaines. Mais les prix des matières premières ne varient pas tant que cela. Que se passe-t-il alors ?

À notre avis, quelque chose de similaire à ce qui se passe sur les compagnies pétrolières. Les marchés ne semblent pas avoir une idée précise sur la méthode de valorisation des sociétés minières et les mouvements de hausse et de baisse des titres sont le résultat de spéculation court-terme. Cependant, dans le cas du pétrole, ce n'est pas difficile de trouver une référence de prix à long terme. Prenons l'exemple du cuivre.

Par le passé, le prix du cuivre a explosé dans les années 70 et a été frappé par une longue dépression qui a duré pratiquement trente ans. Il y a quelques années, le prix a commencé à grimper, avec des hauts et des bas, et il est sur le point d'atteindre un niveau record historique (voir la figure 6).

Figure 6
Évolution du prix du cuivre



Au cours des dernières années, les analystes et les commentateurs ont adopté l'hypothèse selon laquelle le niveau de prix élevé reflétait une simple anomalie passagère provoquée par une sorte de « spéculation » et que les prix allaient revenir naturellement vers un « prix moyen historique », situé légèrement en dessous de 1 \$/livre. Dès lors, ils n'ont pas recommandé d'acheter des titres de producteurs de cuivre car ils considéraient que leurs bénéfices élevés étaient temporaires. En fait, ils ont convaincu bon nombre de sociétés productrices de cuivre (qui venaient de passer vingt années terribles !) de profiter de ce niveau de prix étonnamment élevé (1,5 \$/livre !) pour « hedger » leur production sur la base de ce niveau de prix pour les prochaines années. C'est ce qu'a fait Phelps Dodge qui était alors le plus grand producteur de cuivre américain.

Mais le prix du cuivre n'a pas baissé pour autant et les conséquences ont été pour le moins étranges pour les sociétés qui avaient conclu des contrats à terme : lorsque les prix au comptant

ont dépassé les prix de ces contrats à terme, ils ont dû comptabiliser des pertes. Phelps Dodge a donc « réussi » à perdre de l'argent à un moment où le prix du cuivre avait dépassé toutes les attentes. La société a finalement été rachetée par Freeport McMoran qui est actuellement le plus grand producteur au monde de cuivre.

Les sociétés qui ne s'étaient pas couvertes ont commencé évidemment à réaliser des plus-values substantielles, tout particulièrement celles qui avaient des coûts relativement élevés. Prenons une société comme Quadra Mining que nous détenons en portefeuille. Ses coûts de production sont d'environ 1,5 \$/livre. Si le prix de vente est de 2 \$, elle arrive tout juste à dégager des bénéfices. S'il est de 3 \$, elle font 1,5 \$ par livre, ce qui, multiplié par 130 millions de livres (sa production annuelle), représente 195 millions \$ de résultat avant amortissement et impôt. À 3,5 \$ (soit 16 % de plus), leur Ebitda (résultat d'exploitation avant dotation aux amortissements et provisions) s'élève à 260 millions \$, soit 33 % supérieur.

À nouveau, les analystes et commentateurs ont refusé d'admettre que les prix resteraient élevés et les actions ont donc continué de s'échanger à des prix relativement bas. Nous avons adopté une démarche différente : nous nous sommes demandés ce que serait le prix fondamental du cuivre sur le long terme.

Sur le long terme, le prix de toute chose doit obéir à la règle suivante : la production de cette chose doit être rentable mais pas trop cependant. Si elle n'est pas rentable, on arrêtera de la produire et les prix monteront à cause d'une offre insuffisante. Mais si elle est trop rentable, la plupart des sociétés commenceront à la produire et son prix baissera. Il existe évidemment des circonstances dans lesquelles les concurrents ne peuvent pas facilement pénétrer le marché (par exemple essayer de vendre des systèmes d'exploitation concurrents de ceux de Microsoft, ou vendre des médicaments brevetés par une autre société) mais, dans le cas des matières premières, des concurrents peuvent surgir. Pour connaître le prix futur du cuivre, nous avons besoin de savoir quel niveau de prix permettrait d'assurer un bénéfice « raisonnable » pour un « producteur marginal », c'est-à-dire un producteur qui a des coûts élevés, puisqu'il sera le premier à stopper la production si le prix est trop bas et le premier à la lancer si le prix est trop élevé.

Pour simplifier, un producteur de cuivre doit faire face à deux types de dépenses : des dépenses en capital (« Capex ») et des dépenses d'exploitation (« Opex »). Les dépenses du type Capex représentent les montants affectés à la construction de la mine et à toutes ses installations secondaires, incluant les installations de production et, souvent, les générateurs d'énergie, les routes (ou même les voies ferrées), etc. Dans de nombreux cas, les mines sont éloignées de tout et toutes les infrastructures de transport doivent être prévues. Les dépenses Opex concernent, naturellement, les coûts d'extraction, de traitement et de transport du minerai vers

le centre de traitement final (le « fondeur ») qui fabrique réellement le cuivre. Certaines mines ont leur propre produit fini mais, souvent, elles vendent simplement le produit intermédiaire (le « concentré ») au fondeur qui peut se trouver à l'autre bout du monde.

Évidemment, les dépenses Capex et Opex varient énormément d'une mine à l'autre. Mais il existe néanmoins certaines constantes. Il est pratiquement impossible à l'heure actuelle de mettre en place une mine pour un montant inférieur équivalent de 5 \$ par livre de production par an. Ceci signifie que, la mise en place d'une mine capable de produire 100 millions de livres de cuivre par an coûte 500 millions de dollars. Une mine de ce type peut généralement durer 15 ans.

Les dépenses Opex peuvent varier énormément en fonction des sous-produits. Généralement, les mines de cuivre produisent également d'autres métaux comme l'or, l'argent, le cobalt ou le molybdène, en petites quantités. Ces métaux sont très appréciables car ils contribuent à « faire baisser » les coûts d'exploitation et sont considérés comme un « coût négatif ». En fait, certaines mines de cuivre produisent tellement de sous-produits que leur coût d'exploitation est nul, voir négatif. Mais c'est plutôt exceptionnel. Les coûts d'une mine de cuivre standard varient entre 1 \$ et 1,5 \$ par livre.

Il convient de se demander quel prix du cuivre permettrait de dégager un rendement « raisonnable ». Ce prix doit être assurément supérieur aux dépenses Opex et 1,5 \$ semble donc être le prix plancher. C'est d'ailleurs le prix qui est retenu actuellement par de nombreux analystes. Mais c'est ridicule : personne ne va ouvrir une mine et dépenser 500 millions de dollars pour couvrir seulement les frais d'exploitation, et sans récupérer les 500 millions de dollars de dépenses d'investissement qui ont été engagées. Certaines mines arrivent tous les ans en fin d'exploitation et la demande est croissante, ce qui implique qu'il faut ouvrir de nouvelles mines tous les ans. Si le prix du cuivre, après déduction des dépenses Opex, ne permet pas de dégager une marge suffisante pour justifier l'investissement, le projet ne se concrétisera pas.

Il convient maintenant de déterminer la marge à appliquer pour que l'investissement soit rentable. Différents investisseurs peuvent avoir différentes attentes mais nous demandons à nos lecteurs quel rendement ils attendent d'un investissement dans lequel ils ont effectué une mise de fonds, en sachant qu'ils doivent attendre cinq ans au moins (c'est le temps qu'il faut pour mettre une mine en exploitation) puis, si tout se passe comme prévu, ils ne disposent que de quinze ans pour rémunérer leur investissement. Ces bénéfices dépendent naturellement du prix du cuivre sur les 20 prochaines années et la plupart des analystes vous diront soit que ces bénéfices seront très faibles soit que c'est complètement impossible à prévoir. En fin d'exploitation, il ne restera rien excepté les dépenses finales de nettoyage du site. D'ailleurs, ces mines peuvent se trouver au Guatemala, en Équateur ou dans la République Démocratique du Congo et leur exploitation fera l'objet de

Lettre d'information mars 2008

contestations par les mouvements antimondialistes et les organisations non gouvernementales pro-environnementales. Il faut donc s'attendre à ce que la plupart des autorisations soient refusées lors de la première demande et qu'elles ne soient délivrées qu'après de long processus de réexamen. Un autre élément : si vous avez de la chance et que le prix du cuivre monte plus que prévu, vous pouvez être certain que le gouvernement local ne perdra pas de temps à augmenter vos impôts et royalties.

Lorsque nous demandons directement aux investisseurs ce qu'ils attendent d'un tel investissement, leur réponse est unanime : un grand silence. Personne ne semble intéressé dans une transaction à ce niveau de prix. Heureusement, les sociétés minières sont habituées à ces craintes mais elles doivent malgré tout trouver des fonds auprès des investisseurs. Nous estimons que peu de personnes seraient prêtes à investir dans un tel projet, si le rendement net du projet n'est pas au moins égal à 20 %.

Pour obtenir un rendement de 20 % sur un placement qui ne commence à rapporter qu'au bout de 5 ans et qui ne rapporte que pendant 15 ans, il vous faut dégager un bénéfice annuel pendant ces quinze ans de 160 millions de dollars pour un investissement initial de 500 millions de dollars. Ceci représente 1,6 \$ par livre produite par an (rappelez-vous que notre mine produit 100 millions de livres par an). Par conséquent, pour obtenir leur rendement de 20 %, les investisseurs de cette mine hypothétique auraient besoin d'avoir un prix du cuivre stable de 3,1 \$ par livre sur toute la durée de vie du projet et ceci couvrirait les dépenses Opex de 1,5 \$ et permettrait de dégager une marge minimale.

Les chiffres que nous avons utilisés dans cet exemple sont hypothétiques mais pas arbitraires : ils peuvent se trouver dans de nombreux projets réels actuellement à l'étude. Certains des derniers projets en cours de discussions ont un niveau de dépenses en capital encore plus élevé et les coûts explosent de manière générale, tant au niveau des dépenses Capex que des dépenses Opex. Ajoutez à cela les négociations très difficiles avec les défenseurs de l'environnement et les exigences de plus en plus fortes, en termes de royalties, des Gouvernements des pays dans lesquels sont implantées ces mines. Tous ces éléments ne font que rogner les bénéfices et il est extrêmement difficile d'imaginer comment le monde pourrait s'approvisionner en cuivre si les prix passent en dessous de la barre des 3 \$/livre. Nous avons pris 2,8 \$/livre pour valoriser nos sociétés en sachant que c'est probablement une estimation très prudente : les prix sont actuellement proches des 4 \$/livre, et, comme dans le cas du pétrole, il n'existe à notre connaissance aucun projet important qui permettrait de renverser le rapport actuel entre l'offre et la demande. C'est plutôt le contraire. Pour toutes sortes de raisons, qu'il s'agisse de pénurie de sources énergétiques ou de mouvements sociaux, en passant par le manque de pièces détachées de base, les sociétés doivent faire face à de sérieux problèmes pour maintenir la production, alors pour ce qui est de l'augmenter, mieux vaut ne pas y penser...

Avant de poursuivre, il convient de répondre à une question : si 3 \$/livre est selon toute probabilité le prix minimum du cuivre à l'avenir, alors pourquoi ce prix a-t-il été si bas pendant si longtemps ? Pour un certain nombre de raisons économiques, stratégiques et technologiques, les sociétés minières ont toute surinvesti au début des années soixante-dix. Lorsqu'il existe une capacité supplémentaire dans les mines existantes, les sociétés minières, qui ont cruellement besoin de cash-flow, sont disposés à baisser leur prix en dessous de leur prix de revient dans la mesure où leurs dépenses d'exploitation sont couvertes. Mais cette capacité supplémentaire a disparu : nombre de grandes mines sont épuisées et la demande a cru à un rythme relativement constant au cours de ces dernières années. La situation a changé et, vu le manque de mise en œuvre de grands projets, cela prendra très longtemps pour renouer avec une situation de capacité excédentaire.

Cette situation pourrait d'ailleurs arriver. Si l'ouverture de nombreuses mines était justifiée par le prix du cuivre, il est envisageable que le secteur connaisse une capacité de production supérieure à la demande. Dans ce cas, les prix chuteraient rapidement jusqu'au niveau des coûts d'exploitation du dernier entrant (dernier producteur à couvrir la demande) et personne n'obtiendrait le rendement attendu de 20 %. Néanmoins, de nouvelles mines doivent être ouvertes chaque année car les anciennes ne sont plus exploitées et l'ajustement serait relativement rapide : si aucune nouvelle mine n'était ouverte au cours des années à venir, ceci absorberait immédiatement la capacité excédentaire hypothétique. Ce processus n'est pas immédiat et c'est la raison pour laquelle les variations du prix du cuivre prendront quelques années à se régulariser. Les investisseurs peuvent être certains que, sur le long terme, le prix du cuivre sera proche de celui qui ressort de notre analyse.

Les lecteurs auront peut-être remarqué que nous avons discuté du prix d'une matière première essentielle sans faire la moindre référence aux récessions américaines, aux exportations chinoises, aux fonds alternatifs et aux autres « perturbations ». Comme l'illustre notre petit exemple, l'exploitation de nouvelles ressources prend entre cinq à dix ans et les décisions en matière d'investissement doivent être prises à un horizon de vingt à trente ans. Quels que soient les événements qui affecteront l'économie américaine l'année prochaine cela n'a aucune importance pour estimer la valeur des producteurs de cuivre avec une durée de vie supérieure à quinze ans pour les mines. À moins que la planète ne réussisse à fonctionner sans électricité, la demande en cuivre va être soutenue aussi longtemps qu'on puisse extraire le minerai.

Nous avons réalisé une analyse similaire d'autres matières premières. Comme vous pouvez vous en douter, nous avons abouti à différentes constatations. Certaines matières premières, comme le zinc, semblent bénéficier d'une offre suffisante, et les prix sont relativement bas. Cette situation rend la vie difficile aux producteurs qui ont des coûts élevés et qui vont probablement devoir quitter le secteur. Dans tous les cas, aucun producteur à coût élevé n'ouvre de nouvelles mines à l'heure actuelle. D'autres métaux, comme le

nickel, se trouvent dans une position dans laquelle de nombreux producteurs actuels sont hautement rentables parce que de nouveaux projets, très conséquents, ont subis des retards importants et dépassent les budgets prévus. Mais d'autres matières premières sont en plein essor du fait de problèmes d'approvisionnement très sérieux : le charbon d'Australie doit être exporté vers la Chine en transitant par toute une série de ports qui sont complètement saturés. Par conséquent, même s'il y avait assez de mines (ce qui n'est pas le cas aujourd'hui, même si elles seront en quantité suffisante dans quelques années), ils ne parviendraient pas à expédier le charbon. Le charbon qui est actuellement expédié atteint des sommets vertigineux : le prix du charbon à coke utilisé pour la fabrication de l'acier a triplé sur les douze derniers mois.

Nous devons constamment supporter certains commentaires qui attribuent l'augmentation du prix des matières premières aux « fonds alternatifs » et aux « spéculateurs ». Ceci n'est pas surprenant : même avant le crash de 1929, les journalistes avaient l'habitude de rendre responsables les spéculateurs en général des mauvaises nouvelles, comme la hausse du prix du pétrole ou la chute de la Bourse (ces funestes vendeurs à découvert !). Mais il est intéressant de noter que ces matières premières que les spéculateurs ne peuvent acheter du fait de l'absence d'un marché à terme pour ces marchandises, comme le minerai de fer ou le charbon, ont vu leur prix grimper plus que celles sur lesquelles une spéculation est possible. En fait, contrairement aux actions, les matières premières sont réellement consommées. L'on peut naturellement spéculer en achetant ou en achetant à terme certaines matières premières. Néanmoins, le cuivre est utilisé tous les jours, le blé est mangé, le pétrole est raffiné et brûlé. C'est la réalité et non une activité spéculative. Les prix actuels sont tout simplement des niveaux d'équilibre entre l'offre et la demande. Le fait que des stocks physiques de nombreuses matières premières soient à des niveaux plancher historiques montre à quel point les prix élevés ne font que refléter une demande forte.

Pour résumer, nous ne « jouons pas avec les matières premières », nous regardons simplement des sociétés essentiellement sous-valorisées qu'il s'agisse de producteurs de pétrole, de cuivre, des machines de menuiserie ou des compagnies qui vendent des assurances vie. Nous trouvons aujourd'hui que de nombreux producteurs de métaux ont un potentiel de valorisation énorme.

Services financiers

Après les sociétés minières, nous détenons une position importante dans les sociétés de services financiers, qui constituent environ 14 % des fonds Classic et Alpha. Avant d'en discuter, nous devons tout d'abord faire une distinction entre les banques et les compagnies d'assurance. Lorsque la grande braderie des sociétés de services financiers a démarré l'été dernier, nous avons acheté des banques que nous pensions être extrêmement sous-valorisées. Nous les avons vendues peu de temps après en enregistrant une perte (relativement faible) car nous avons dû nous rendre à l'évidence que les banques, contrairement aux compa-

Lettre d'information mars 2008

gnies d'assurance (voir ci-dessous) sont confrontées non seulement à une crise à court terme mais également à une détérioration à long terme de leur modèle d'entreprise.

Dans les pages d'introduction de cette lettre d'information, nous avons insisté sur le fait qu'une récession aux États-Unis ne peut à elle seule affecter gravement les bénéfices des sociétés. Il existe néanmoins des exceptions et le secteur bancaire en est une. En cas de récession, les créances douteuses augmentent en flèche, ce qui a pour effet généralement de multiplier le ratio de crédit douteux. De par nature, les banques sont des entités fortement endettées. Ce qui signifie que, si les créances douteuses varient de 0,8 % à 4 % (chose très normale dans un contexte de récession), les bénéfices des banques peuvent chuter de plus de 40 % et rester faibles pendant plusieurs années. Techniquement, ceci exigerait un prix d'entrée bien plus bas que d'habitude : ce qui ressemble à un ratio cours/bénéfice de 7 pourrait bien être en réalité un ratio de 11 et rester à ce niveau pendant quelque temps.

C'est ce qui arrive aux banques lors de n'importe quelle récession. Mais la faiblesse actuelle de l'économie sur certains marchés est vraiment centrée sur le secteur bancaire : des provisions énormes sur des investissements hasardeux, engendrent des pertes gigantesques à court terme, et dépassent de loin les provisions habituelles nécessaires sur créances douteuses, des périodes de récessions normales. Si une banque doit essayer des pertes représentant une année de bénéfices, ceci a pour effet d'augmenter son ratio cours bénéfice d'un point (qui passerait alors de 11 à 12 dans notre exemple précédent). Pire encore, si les pertes sont importantes, la banque va devoir émettre des actions nouvelles pour consolider ses ratios de solvabilité. Ces nouvelles émissions diluent les actionnaires existants, ce qui fait baisser le ratio cours/bénéfice, disons, d'un point additionnel. Nous sommes maintenant à 13. Enfin, certaines banques qui comptaient beaucoup sur un financement interbancaire devront probablement payer davantage à l'avenir (ce qui se traduit donc par des marges plus faibles). Il faudra beaucoup de temps, pour bon nombre d'activités bancaires, comme la titrisation de créances, pour qu'elles reviennent à leurs niveaux de rentabilité récents.

Tous ces facteurs font que les banques sont moins attrayantes que les niveaux d'évaluation actuels semblent suggérer. Ceci ne fait pas des valeurs bancaires un mauvais placement : une franchise solide avec un ratio cours/bénéfice de 13 (dans le pire des cas) cotée à son cours le plus bas est probablement un meilleur placement que la moyenne du marché mais ce n'est pas aussi satisfaisant que ce que nous le souhaiterions pour nos fonds.

D'un autre côté, les compagnies d'assurance ne rencontrent pas ce type de problèmes. De nombreuses actions de ce secteur ont dégringolé, ce qui est dû principalement à des craintes de mauvais placements. Certaines compagnies, mais pas toutes, ont vraiment fait de mauvais placements. Mais il ne s'agit vraiment que d'événements ponctuels : le cycle du secteur des assurances n'est pas vraiment affecté par les récessions, et les problèmes de finan-

cement actuels constituent, non pas des problèmes, mais de réelles opportunités pour ces compagnies qui regorgent de liquidités. Nous pouvons acheter ces compagnies d'assurance au même ratio cours/bénéfice que les banques mais sans les problèmes de celles-ci. Nous pensons donc que les ratios cours/bénéfice à terme de nos compagnies d'assurance et de réassurance se situent vraiment entre 6 et 8, avec une visibilité relativement bonne. Naturellement, nous n'écartons pas la possibilité de racheter certaines valeurs bancaires si leurs cours venaient à chuter davantage et devenaient donc intéressants. Comme nous l'avons dit, nous ne sommes pas tant inquiets sur la qualité de leurs franchises (au moins, pour la plupart d'entre elles) mais plus sur l'estimation de leurs bénéfices pour les quatre à cinq prochaines années.

Voici nos principaux investissements. Ils sont répartis entre plusieurs secteurs d'activité et zones géographiques, comme l'indiquent les figures 7 et 8. Nous nous retrouvons dans une situation où nous détenons des actions mal comprises par le marché, des sociétés cycliques, pour lesquelles des hypothèses simplistes pourraient induire le marché en erreur et avoir pour conséquence de les sous-valoriser. Mais nous n'achetons pas des « thèmes » et nous ne nous engageons pas dans « l'allocation d'actifs ». Nous analysons chaque société en toute objectivité et essayons de comprendre les moteurs de sa rentabilité future. Mais si la planète arrêtait de consommer du pétrole, du cuivre et d'utiliser des navires, et n'assurait pas ses risques, notre portefeuille en pâtirait. Cependant, aucun scénario, mis à part un effondrement total de l'économie mondiale, ne peut, à notre avis, produire de tels effets. De plus, si l'on en venait à une telle situation, aucun placement n'en sortirait indemne.

Figure 7
Répartition par secteur d'activité

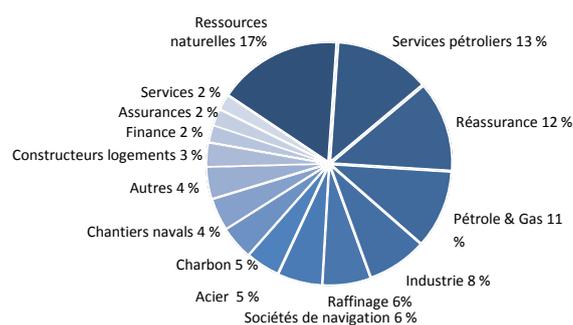
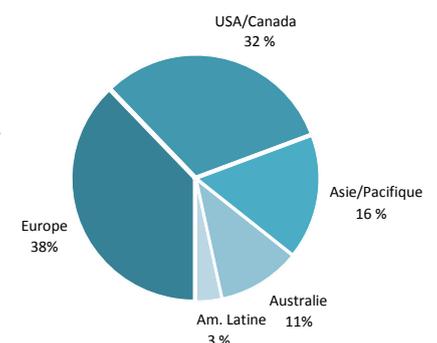


Figure 8
Répartition par zone géographique



Les États-Unis sont de toute évidence à l'origine des turbulences qui affectent actuellement les marchés, avec comme épice centre une composante fortement financière. Étant donné que les États-Unis dominent les médias financiers, il n'est pas étonnant que les nouvelles soient constamment alarmistes. Le fait que le marché américain soit cher n'arrange pas la situation : le marché mérite sa chute. Mais toute l'histoire ne se résume pas à ça, et ce n'est

Lettre d'information mars 2008

même pas l'histoire la plus intéressante. Il est conseillé aux investisseurs de penser par eux-mêmes, de rester calme et d'essayer de savoir de qu'ils font. Vendre en ces temps de déprime peut sembler prudent (« nous préférons assurer nos arrières et avoir beaucoup de liquidités lors de périodes comme celle-ci ») mais, tout ce qu'ils font, c'est vendre à des niveaux très bas et renoncer à des bénéfices futurs (car ils achèteront finalement au prix fort). Ce n'est pas une bonne méthode lorsque l'on vise de bons rendements sur le long terme.

Dernières nouvelles chez SIA

La nouvelle la plus importante du dernier trimestre est que notre équipe est désormais en place. Un certain nombre de nouvelles recrues, avec lesquelles nous étions en cours de négociation en fin d'année dernière, nous ont maintenant rejoints. Nous avons fait de gros efforts pour constituer une équipe de recherche d'envergure mondiale pour focaliser sur l'analyse et le suivi de nos investissements. Hormis quelques nouvelles embauches de personnel, nous n'anticipons pas une augmentation importante des effectifs.

Les nouveaux membres sont :

Xavier Brun, Analyste financier junior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Né à Barcelone, Xavier Brun fait ses études d'administration des affaires à l'Universitat Pompeu Fabra et obtient ensuite une maîtrise en gestion bancaire et financière à l'IDEC – UPF.

Il prépare actuellement un doctorat en économie à l'Universitat de Barcelone, dont le sujet de thèse est « L'origine des risques dans les fonds alternatifs ». Il est également professeur associé à l'Université Pompeu Fabra et coordinateur du Master de marchés financiers à l'IDEC - UPF.

Avant d'entrer chez SIA, il a été responsable du middle office chez Gesiuris, SGIIC (Barcelone), pendant cinq ans.

Alejandro Scherk, Analyste financier senior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Né à Barcelone, Espagne, Alejandro Scherk possède un MBA de l'ESADE (Spain) et un diplôme de médecine qu'il a obtenu à l'Université autonome de Barcelone.

Jusqu'au mois de décembre 2007, il occupe la fonction de Directeur des investissements chez Qrenta AV, un gestionnaire de fonds espagnol dont le siège social se situe à Barcelone. Ce poste lui a permis de développer l'unité Analyse fondamentale et de gérer un fonds d'actions.

Lettre d'information mars 2008

Alejandro a travaillé auparavant en tant que gestionnaire d'investissement, chez Winterthur, une compagnie d'assurances suisse de premier plan et chez deux gestionnaires de fonds de Barcelone. Il est le principal associé fondateur et président d'une petite société d'investissement et d'analyse.

Il est assistant à l'École de commerce IEF de Barcelone et intervient régulièrement dans un magazine économique espagnol de renom.

Il entre en janvier 2008 chez SIA SA en tant qu'analyste senior

Joan Borràs, Analyste financier senior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Né à Barcelone, en Espagne, Joan Borràs possède un Executive MBA de l'Instituto de Empresa (Espagne), un Doctorat en ingénierie électrique et informatique de l'Université de Rutgers (USA), et une maîtrise d'ingénierie des télécommunications de l'Université technologique de Catalogne (Espagne).

Jusqu'au mois de décembre 2007, il occupe le poste de Directeur du développement commercial et de la planification stratégique chez Tempos 21, Mobile Applications Innovation, S.A., à Barcelone. À ce poste, il est chargé de la définition des produits (coordination d'une équipe de responsables de produits), des business plans, des stratégies marketing et de l'activité conseil. Avant d'entrer chez Tempos 21 en 2002, il travaillait chez Telcordia Technologies (USA) en tant que Chargé de recherche et auparavant à l'Université technologique de Catalogne en tant que Professeur Assistant.

Il entre chez Strategic Investment Advisors Group au mois de janvier 2008 en qualité d'Analyste financier.

Karin Ruettimann, Assistante du PDG
SIA Funds AG

Karin Ruettimann entre chez SIA Funds AG au mois de janvier 2008 en qualité d'Assistante du PDG.

Karin possède une grande expérience acquise en tant qu'assistante du PDG de Von Roll pendant de nombreuses années. Elle avait occupé auparavant de nombreux postes d'assistante de direction chez Dow Chemical.

Ramon Alfonso, Analyste financier senior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Il débute sa carrière en tant qu'auditeur chez Arthur Andersen en 1987. Entre 1990 et 1993, il est nommé contrôleur financier du

Lettre d'information mars 2008

groupe britannique Shandwick. En 1994, il entre au service financier de Banco Sabadell en qualité d'analyste financier et, en 1997, il est embauché chez GesCaixa, la société de la gestion de fonds de « la Caixa ». En 1999, il est nommé Directeur de la de gestion de patrimoine chez Gesfibanc. Entre les années 2000 et 2004, il est Responsable de la gestion de patrimoine chez Credit Andorra.

Après 2004, il occupe la fonction de Conseiller en patrimoine et conseiller financier dans le cadre de la gestion de patrimoines importants (*family office*). Depuis 1995, il a donné beaucoup de conférences et de cours dans plusieurs écoles de commerce comme l'Esade, l'Université de Barcelone, l'IdEC-Université Pompeu Fabra, l'IEF et a assuré de nombreuses formations internes pour des institutions financières. Il est né à Barcelone et a étudié à l'Université autonome de Barcelone.

Jordi Costa, Analyste financier junior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Né à Toronto, Canada, Jordi Costa possède une licence en génie physique de l'Université de Queen (Canada), un diplôme de troisième cycle en Ingénierie aérospatiale de SUPAERO/ENSAE (France), et un MBA de l'École de Commerce de l'IESE (Espagne).

Jusqu'au mois de janvier 2008, Jordi occupait le poste de Directeur des programmes à l'étranger chez Nissan Motor Ltd., à Barcelone, où il était responsable de la rentabilité globale de 3 véhicules sur tous les marchés européens. Ce poste consistait principalement à maintenir un certain équilibre entre la clientèle (présence sur le marché) et les coûts. Dans le cadre du poste qu'il avait occupé précédemment, Analyste économique à Paris, il avait mis au point des modèles avancés pour identifier et évaluer les risques et opportunités et améliorer la rentabilité de l'unité commerciale Véhicules commerciaux légers (*Light Commercial Vehicles*) de Nissan. Avant d'entrer chez Nissan en 2004, Jordi a occupé des fonctions chez Renault SA, en qualité de Directeur de groupe et de Chef de projet au service ingénierie de la Société.

Jordi entre chez Strategic Investment Advisors Group en février 2008.

Marcos Hernandez Aguado, Analyste financier senior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Né à Madrid, en Espagne, Marcos Hernández possède un diplôme d'économie de l'Universidad Pontificia Comillas (ICADE E-2). Jusqu'au mois de février 2008, il était Directeur de SIG (Strategic Investment Group) une division interne de gestion de patrimoine de Merrill Lynch Europe, basée à Londres. À ce poste, il était responsable de la gestion d'un portefeuille de titres, spécialisé dans les valeurs industrielles. Il était également membre du Comité des investissements de SIG.

Lettre d'information mars 2008

Marcos a travaillé 13 ans chez Sell-Side Research pour différents secteurs comme la construction, l'immobilier, les médias, les services d'alimentation, les loisirs ou l'alimentation. Avant d'entrer chez SIG, il était analyste senior chez Merrill Lynch Europe, au sein de l'équipe Construction et matériaux de construction, qui occupe régulièrement la troisième position dans l'enquête annuelle sur les investisseurs institutionnels. Marcos a été également élu meilleur analyste espagnol pour le secteur de la construction en 2001 et 2002 (selon l'enquête Greenwich) et n° 1 des analystes par All-Europe Small Cap selon l'enquête Reuters de 2002.

Il entre chez SIA en tant qu'Analyste financier Senior en mars 2008.

Josep Sumoy, Analyste financier junior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Né à Tarragona, Josep possède un MBA (obtenu avec mention) de l'Université de Cambridge (RU), une maîtrise en pétrochimie, polymères et plastiques, de l'IFP (France), et une maîtrise en Ingénierie chimique (avec mention) de l'Université Rovira i Virgili (Espagne). Il a également étudié à l'Université McGill (Canada) et à l'INP de Toulouse (France).

Avant d'entrer chez SIA en février 2008, Josep a occupé différents postes en ingénierie des processus et en gestion de projet chez Dow Chemical Ibérica (Espagne).

Gosia Eggimann, Analyste financier senior
Strategic Investment Advisors (Suisse), SA

Née à Varsovie, Pologne, Gosia Eggimann possède un MBA obtenu à l'HEC de Paris et des diplômes de l'École hôtelière de Lausanne, Suisse, et de l'Université de Varsovie.

Elle travaillait auparavant dans une société d'investissement privée à Genève en tant que spécialiste financier et apportait son concours aux transactions en capital investissement pour de très grosses fortunes.

Avant cette date, Gosia était Responsable F&A pour Michelin, la multinationale automobile française, et gérait des transactions transfrontalières incluant des acquisitions et des joint-ventures en Europe, aux États-Unis et en Asie. Pendant les dix ans passés dans cette société, elle a également acquis une expérience spécifique dans les prix de transfert et de grandes connaissances en finance d'entreprise.

Elle entre chez SIA en février 2008.

Borja Costa, Assistant informatique
Strategic Investment Advisors (España), SA

Né à Barcelone, Borja possède une licence en ingénierie informatique de l'Université polytechnique de Catalogne. Au cours de ses études, il a participé à un programme d'échanges de l'Université de Padoue en Italie et étudie actuellement dans le cadre du programme CEFA/CIIA à l'Institut d'études financières de Barcelone.

Borja a été impliqué dans des travaux dans le cadre d'un projet sur les modèles de prises de décision et a rejoint notre équipe au mois de février 2008.

Jennifer Goodman, Assistant en recherche
Strategic Investment Advisors (España), SA

Originnaire du Royaume-Uni, Jennifer vit à Barcelone depuis 2002 où elle a été impliquée dans la formation et la direction de stages de communication professionnelle et commerciale.

En plus de son diplôme d'enseignante, elle possède une licence en Affaires internationales, option français, obtenu à l'Université de Plymouth, un diplôme de commerce international de l'EPSCI (Groupe ESSEC). Elle étudie actuellement à l'École de commerce de Warwick pour obtenir une Maîtrise d'administration des affaires.

Sa carrière d'enseignante, ses études internationales et ses séjours en France, au Mexique et en Espagne lui ont permis de développer toute une variété de compétences qu'elle amène avec elle en rejoignant notre équipe au mois de février 2008.

Cristian Busquets, Analyste financier junior
Strategic Investment Advisors (España), SA

Né à Barcelone, Cristian est allé au Lycée français de Barcelone, le français étant sa troisième langue (après le catalan et l'espagnol). Pendant ses études, il a également étudié pendant un an en Suisse dans une école anglaise (Aiglon College de Villars). Il possède une licence en administration des affaires et en gestion de l'ESADE (2000-04) et un MBA de Finances de l'Université de McGill (Canada), obtenu en 2005.

Tout en poursuivant ses études, il a effectué un stage d'un an chez Morgan Stanley (Gestion de patrimoine) en qualité d'assistant de direction (2003-04). En 2003, il rencontre Walter Scherk, pour lequel il travaille pendant trois étés consécutifs, et constitue des portefeuilles d'actions sous-valorisées (*value stocks*) (2003-05). Après avoir passé son MBA, il entre chez Garrigues, un cabinet juridique, où il travaille pendant plus de deux ans en tant que conseiller fiscal.

Au mois de février 2008, il entre chez SIA en tant qu'Analyste financier junior).

Chiffres des classes d'actifs en USD

Tableau 3 : Valeur liquidative - Encours sous gestion en USD

Mars 2008	VL	▲ 1 an	▲ 12 m	▲ Lanc ^t	ESG (en M\$)
LTIF Classic [USD]	562,52	-6,86 %	22,46 %	528,86 %	1'956,11
LTIF Alpha [USD]	265,22	0,58 %	28,87 %	103,46 %	402,18
LTIF Global Energy Value [USD]	241,06	1,95 %	36,56 %	81,61 %	62,59
Global Mining Value Fund [USD]	171,45	4,19 %	s.o.	27,96 %	125,48
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	4.455,80	-8,95 %	-2,77 %		

Figure 9
LTIF – Classic USD

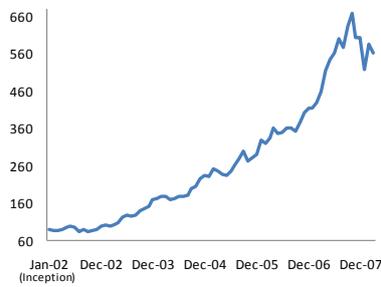


Figure 10
LTIF – Alpha USD

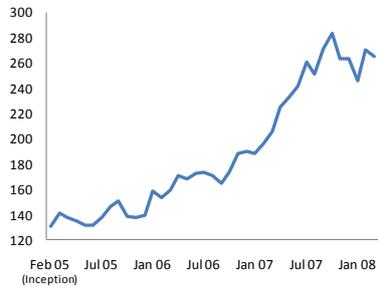
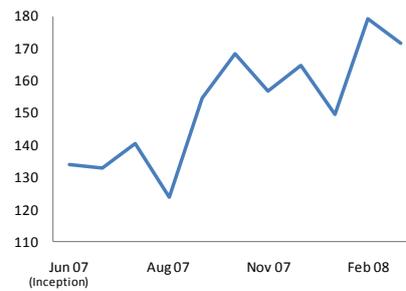


Figure 11
LTIF – Global Energy Value USD



Figure 12
Global Mining Value Fund USD



Chiffres des classes d'actifs en CHF

Tableau 4 : Valeur liquidative - Encours sous gestion en CHF

Mars 2008	VL	▲ 1 an	▲ 12 m	▲ Lanc ^t	ESG (en Mchf)
LTIF Classic [CHF]	556,36	-18,63%	-0,79 %	275,79 %	1.934,69
LTIF Alpha [CHF]	262,32	-12,13%	4,99 %	69,36 %	397,78
LTIF Global Energy Value [CHF]	238,42	-10,93%	11,26 %	54,29 %	61,90
Global Mining Value Fund [CHF]	169,57	-8,98%	s.o	2,01%	124,11
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4.407,15	-20,45%	-21,22 %		

Figure 13
LTIF – Classic CHF

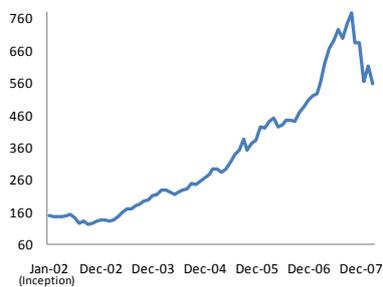


Figure 14
LTIF – Alpha CHF

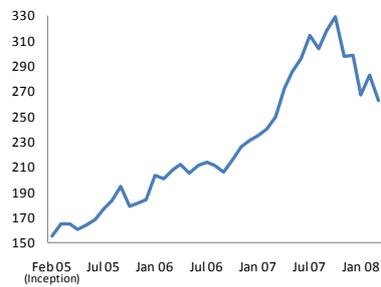


Figure 15
LTIF – Global Energy Value CHF

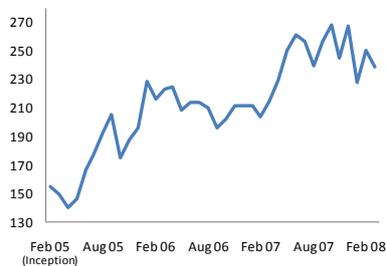
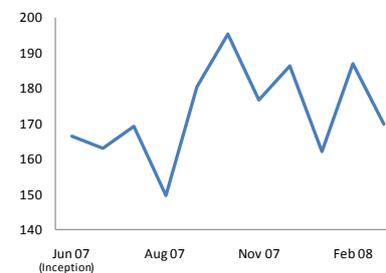


Figure 16
Global Mining Value Fund CHF



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 dans les Iles Vierges Britanniques (LTIF - BVI) (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 : GMVFCHF LX

Agent Administratif :

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

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
 3 Seedammstrasse
 CH-8808 Pfäffikon
 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

Les résultats au 30.09.06 correspondent à ceux du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques), convertis 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 1er 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 SA
 Route des Acacias 60
 CH-1211 Geneva 73
 Suisse

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
 3 Seedammstrasse
 CH-8808 Pfäffikon
 Suisse

Dépositaire :

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