

Long Term Investment Fund

Évolution des fonds

Le tableau ci-dessous illustre l'évolution de la Valeur liquidative des fonds au cours du dernier trimestre :

Tableau 1 : Valeur liquidative - Montant net des actifs sous gestion

Septembre 2006	VL	Δ 3 mois	Δ 12 mois	Δ 1 an	ESG (en M)
LTIF - Classic	278,0	1,42	12,67	13,29	185,2
LTIF - Alpha	129,7	-	4,20	9,77	69,5 €
LTIF - Stability	106,57	1,03	5,33	6,09	4,5 €
LTIF - Energy	123,50	-	-	-	23,7 €
MSCI World Index	3.250	5,56	9,21	3,57	

Le graphique ci-dessous illustre la composition du fonds par secteur d'activité et zone géographique :

Figure 1
Répartition par secteur d'activité

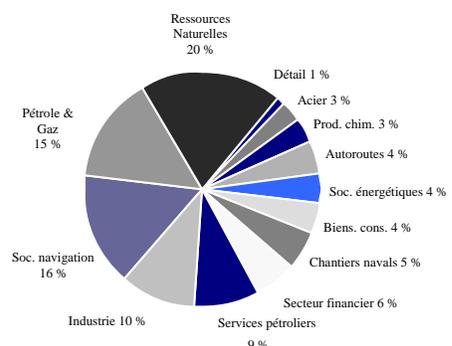
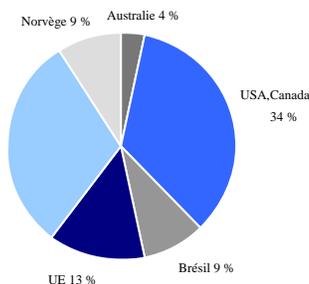


Figure 2
Répartition par zone géographique



Au mois de juillet, la Commission bancaire fédérale suisse a reconnu SIA Funds AG, une filiale à 100 % du groupe SIA, comme société de gestion de fonds et le fonds LTIF – Stability a été enregistré conformément à la loi suisse. Ce fonds sera coté en francs suisses à l'avenir bien que les actifs sous-jacents soient les mêmes que précédemment. Le fait qu'il soit coté dans une devise différente ne fait aucune différence pour les investisseurs.

Prix et bénéfices : le concept « See-through » (transparence) dans la pratique

Dans la précédente lettre d'information, nous avons informé les investisseurs ayant placé de l'argent dans des fonds à gestion active comme le fonds LTIF, axés sur le long terme, que le prix des actions ne reflète pas toujours la valeur réelle des sociétés sous-jacentes. En fait, le véritable objet d'un fonds à gestion active est de détecter les inefficiences du marché et d'en tirer parti en achetant des actions qui semblent cotées à un prix inférieur à ce qu'elles valent réellement, ou pour certains fonds, en vendant à découvert les valeurs qui sont considérées comme surévaluées.

Figure 3
LTIF - Classic

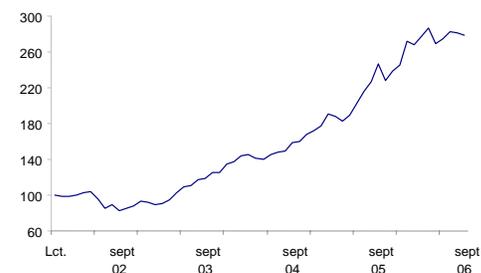


Figure 4
LTIF – Alpha Series



Figure 5
LTIF – Energy

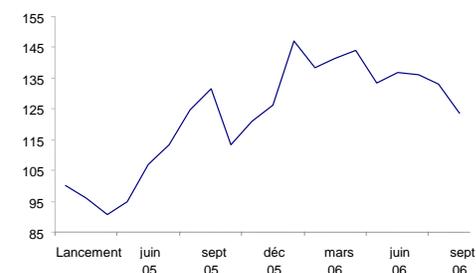
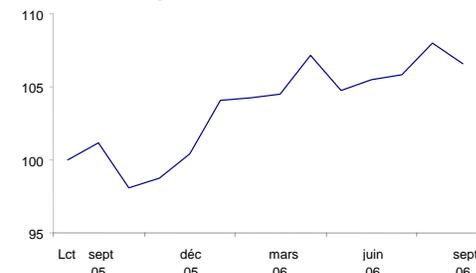


Figure 6
LTIF – Stability Series



Cette méthode d'investissement a supporté l'épreuve du temps et constitue probablement le meilleur compromis risque/reward, avec des rendements bien au-dessus de la moyenne et un degré de volatilité acceptable sur une certaine période. Mais cette méthode comporte un inconvénient à court terme : il est impossible pour l'investisseur du fonds de connaître la « performance réelle du fonds » à un moment donné. La raison étant que l'investisseur ne voit que la « Valeur liquidative », c'est-à-dire le prix moyen de ses actions. Mais, d'après les investisseurs, ces prix peuvent être faussés. Ainsi, la VL d'un mois donné peut être supérieure ou inférieure à celle du mois précédent bien que la valeur du fonds puisse être moins élevée ou plus élevée, ou plus vraisemblablement, à peu près au même niveau, car la véritable valeur des sociétés fluctue rarement d'un mois à l'autre. En résumé, la fluctuation à court terme de la VL d'un fonds n'offre pas à l'investisseur des informations fiables sur la performance réelle du fonds. Ces informations ne sont fournies que par l'évolution de la rentabilité des sociétés sous-jacentes.

Nous avons insisté sur cette idée depuis le début et discuté des informations pertinentes dans nos lettres d'information, tout particulièrement en fin d'exercice. Nous pensons néanmoins que ce n'est pas suffisant et que, pour être cohérents avec notre mode de raisonnement (et celui de nos investisseurs), nous avons l'intention de publier les informations requises tous les mois. Vous trouverez ci-dessous les chiffres qui seront publiés ainsi qu'une explication sur leur sens et la manière selon laquelle ils sont calculés :

- Bénéfices potentiels par action du fonds. Ils représentent les profits qui seront réalisés par nos participations l'année prochaine, au prorata. L'évolution de ce chiffre constitue la meilleure indication de la performance réelle (intrinsèque) du fonds. Nous le calculons en estimant le bénéfice par action de chacune de nos participations pour l'année prochaine, puis l'ajustons proportionnellement aux titres détenus dans le fonds. Dans certains cas, nous devons procéder à des ajustements supplémentaires pour nous assurer que les chiffres soient représentatifs : nous minimisons l'importance des profits exceptionnels qui ne reflètent pas clairement la rentabilité récurrente de la société et procédons à une régularisation au titre de pertes ou de placements exceptionnels qui, à notre avis, ne risquent pas de se reproduire. Un point important : en ce qui concerne les producteurs de matières premières, nous prenons toujours une hypothèse très prudente pour le prix à terme des matières premières, qui est normalement bien en dessous du prix qui est disponible sur les marchés des futures.
- Ratio cours/bénéfice du fonds : il s'agit du ratio du cours de nos participations (résumé dans la valeur liquidative par action) divisé par l'estimation des bénéfices de nos participations l'année prochaine. S'il est bien calculé, il constitue l'un des meilleurs outils pour évaluer la valeur intrinsèque. Son inverse peut être exprimé sous la forme d'un pourcentage et est appelé le rendement par action : la rentabilité, en termes de bénéfices, que le fonds dégagera l'année prochaine en tenant compte de prix actuel.

- Rendement des dividendes estimé : le montant de dividendes que nous attendons l'année prochaine, exprimé sous la forme d'un pourcentage par rapport aux cours actuels.

Sur une certaine période de temps, le premier de ces deux outils donne la meilleure indication de l'évolution de la performance du fonds. Les derniers chiffres donnent une « image » de la valeur à un moment donné.

- Nous publierons également deux outils plus « professionnels » pour évaluer la valeur : la valeur d'entreprise par rapport à l'Ebitda et la valeur d'entreprise par rapport au résultat d'exploitation (Ebit), car les investisseurs professionnels ont tendance à les utiliser – souvent pour de bonnes raisons d'ailleurs – afin de valoriser ces sociétés. Leur publication facilitera l'appréciation de la valeur relative du fonds par rapport aux autres placements.

Dans quelques mois, dès que nous serons en possession de toutes les statistiques, nous publierons deux chiffres supplémentaires : l'historique des bénéfiques sur les 10 dernières années des participations que nous détenons en portefeuille et une comparaison avec des ratios antérieurs et ceux du marché pris dans son ensemble. Le premier chiffre sera un bon indicateur de la solidité de l'investissement sur une certaine période de temps. Les performances passées ne sauraient naturellement préjuger des résultats futurs mais une rentabilité continue sur une longue période de temps est une bonne indication du caractère cyclique intrinsèque des bénéfiques des sociétés. Enfin, une comparaison avec le marché en général aide à mettre en perspective l'attractivité du fonds, en tant que placement à moyen terme par rapport aux grands indices du marché.

Ces chiffres sont, bien sûr, indicatifs. La comptabilité n'est pas une science exacte, l'avenir est difficile à prédire et il convient de procéder à certains ajustements. Mais nous sommes persuadés que nos outils de mesure sont utiles : selon notre expérience, ils fournissent une bonne approximation de ce qui se passera finalement. Par le passé, nous avons dû revoir nos prévisions tant à la hausse qu'à la baisse mais nous pouvons dire honnêtement que, vu le type de sociétés que nous achetons (uniquement celles qui ont une visibilité élevée au niveau des bénéfiques) et grâce à nos hypothèses prudentes, nous n'avons pas été trop optimistes. Toute démarche de placement est, de par nature, un pari sur la capacité d'un investisseur à prévoir l'avenir. Comme le fait remarquer Warren Buffet, il vaut mieux avoir plus ou moins raison que d'avoir totalement tort. Nous espérons que ces chiffres donneront aux investisseurs une meilleure idée sur la « performance réelle du fonds » plutôt que de devoir se baser sur la Valeur liquidative. Voici le tableau :

Tableau 2 : Portefeuille LTIF – évaluation de la valeur

Portefeuille LTIF	30.09.2006
VL	278.07
Bénéfice par action BPA	44.88
Cours/bénéfice	6.20
Rendement des actions	16,1 %
Rendement en dividendes	2,47 %
Valeur entreprise/Ebitda	3,86
Valeur entreprise/Ebit	4,80

Source : SIA Research, Data-

Comme on peut le constater, la rentabilité « interne » de nos participations est importante. Il est possible naturellement que nous ayons parfois tort et rencontrons de mauvaises surprises. Mais un portefeuille dont le ratio cours/bénéfice est de 6, s'il est bien diversifié, ne peut que générer un rendement à deux chiffres dans les années à venir.

Évolution des fonds

Au cours du troisième trimestre, nous avons poursuivi nos efforts et tenté de trouver des bonnes sociétés cotées à un prix bas, ce qui nous a fait faire un certain nombre d'investissements lesquels, à notre avis, se traduisent par une valeur ajoutée pour notre portefeuille tout en le diversifiant encore plus. Bien que bon nombre de nos sociétés dont le cœur de métier est basé sur les ressources naturelles aient vu le cours de leurs actions se replier nettement (nous en parlerons plus en détail ultérieurement), la VL du portefeuille est restée relativement stable, ce reflète donc cette diversification. Nous avons investi dans de nouvelles catégories de titres et renforcé notre position sur d'autres titres que nous avons déjà en portefeuille :

- Sociétés de navigation. Nous possédions déjà une société de transport de conteneurs, Orient Overseas International, basée à Hong-Kong, à laquelle nous avons rendu visite au mois de février. Bien que le transport de conteneurs ne traverse pas sa meilleure période (c'est un secteur extrêmement cyclique), la société enregistre de bonnes performances. Elle est très bien gérée et, même lorsqu'elle se trouve en bas du cycle, elle nous permettra de dégager un bon niveau de plus-values et de dividendes (plus de 6,5 % l'année dernière). Nous avons maintenant ajouté plusieurs autres types de sociétés de navigation, tout particulièrement les transporteurs de marchandises sèches en vrac et les sociétés desservant le secteur de l'exploration de pétrole off-shore. En ce qui concerne le premier placement, nous avons des sociétés qui amorcent la meilleure partie du cycle, à un cours extrêmement bas : le ratio cours/bénéfice est inférieur à 5 ! Pour le second placement, nous avons des sociétés très stables : elles affrètent souvent leurs navires à des sociétés pétrolières sur la base de contrats à long terme, ce qui garantit une très bonne visibilité en termes de bénéfices. Dans les deux cas, les sociétés sont des PME et, soit leurs données historiques sont limitées (car leur cotation en Bourse est relativement récente), soit leurs performances passées sont caractérisées par une certaine volatilité. Nous pensons que le marché les sous-estime tout simplement, bien que leurs cours aient commencé à augmenter fortement, dans certains cas de plus de 30 % depuis que nous les avons achetées, c'est-à-dire en l'espace de quelques semaines.
- Notre analyse du secteur des sociétés de navigation nous a amené à nous pencher sur les chantiers navals. À l'évidence, la plupart d'entre eux ont leur carnet de commandes bien remplis pour les quatre prochaines années et les contrats signés actuellement vont générer des bénéfices beaucoup plus élevés qu'au cours des années précédentes, ce qui signifie que les bénéfices vont littéralement exploser. Nous avons acheté trois sociétés coréennes et ce placement porte ses fruits au niveau des fondamentaux, le montant des contrats signés actuelle-

ment est de plus en plus important, tout comme l'appréciation à cours terme de leurs actions, plus de 40 % pour une société.

- Nous détenons déjà trois participations dans des sociétés d'autoroutes à péage en Chine. Nous apprécions la stabilité et la visibilité de cette activité et, dans le cas de la Chine, sa croissance exponentielle. Les actions de ces sociétés se vendent en dessous du prix des sociétés énergétiques normales, sans parler du taux de croissance annuel de 15 % au niveau de leur bénéfice par action.
- Un problème que rencontre de nombreuses sociétés pétrolières est l'augmentation impitoyable des coûts, comme nous allons en discuter plus loin. Les opérations de forage et l'extraction physique de ce pétrole représentent une partie importante de ces coûts. Normalement, le matériel de forage et/ou d'exploration est loué à des sociétés spécialisées sur la base de contrats à court, moyen et long terme. Pour donner une idée de l'augmentation des coûts dans ce secteur, la location à la journée d'une plate-forme off-shore de sixième génération est passée de 300 000 \$ par jour à 600 000 \$ par jour en quelques mois. Comme d'habitude, ceci est dû au mécanisme de l'offre et de la demande. D'une part, les sociétés pétrolières (et tout particulièrement gazières) doivent forer progressivement une plus grande quantité de puits juste pour maintenir leurs niveaux de production, car de nombreux gisements entrent dans leur phase de maturité ou de déclin. D'autre part, le nombre de derricks disponibles et, ce qui est encore plus important, la quantité de personnel qualifié est gravement limitée par des années de sous-investissement. Encore une fois, il s'agit d'un secteur caractérisé par une bonne visibilité au niveau de ses bénéfices et par des cours extrêmement bas (avec des ratios cours/bénéfice qui sont à nouveau inférieurs à 5).

Il est vrai que de nombreux investisseurs vendent les actions de ces sociétés lorsque le prix du pétrole tombe mais ils commettent, à notre avis, une erreur : si le prix du pétrole reste approximativement au-dessus de 50 \$ le baril (il est actuellement à 65 \$ pour les contrats à terme de l'année prochaine), le forage de pétrole est rentable et les services de ces sociétés seront demandés. Si le prix du pétrole devait tomber en dessous de ce niveau, les sociétés arrêteraient leurs activités de forage mais, comme l'offre commencerait à faiblir, le redressement du prix du pétrole serait relativement rapide.

D'autre part, nous avons vendu les producteurs de viande de volaille. Nous pensons qu'ils représentent des participations « décentes » mais avons été déçus par l'évolution de ce secteur. Nous estimons en effet qu'il existe tout simplement trop de bonnes opportunités offrant de meilleurs rendements dans d'autres secteurs.

Il convient également de mentionner l'évolution des actions de sociétés de matières premières que nous détenons, des sociétés énergétiques et certains producteurs de métaux. Comme le savent la plupart des investisseurs, le cours de l'action de nombreux producteurs de matières premières a fortement chuté au cours des deux derniers mois, comme indiqué sur la figure 7 pour certains indices et sur la figure 8 pour certaines de nos sociétés, à sa-

voir Canadian Natural Resources et Nexen pour le pétrole et Quadra Minerals and Hudbay pour le cuivre et le zinc.

Figure 7
Les indices MSCI métaux et énergie depuis le 1^{er} juillet - rebasés

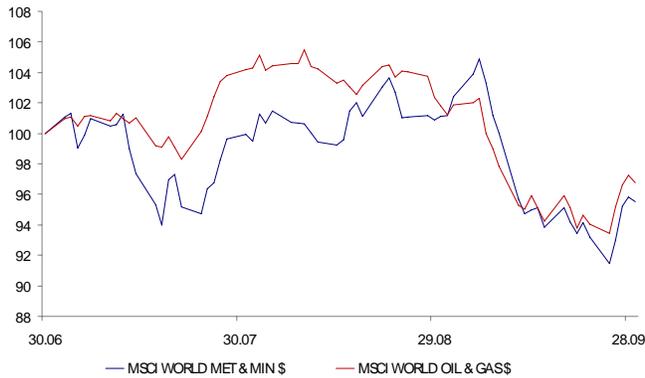
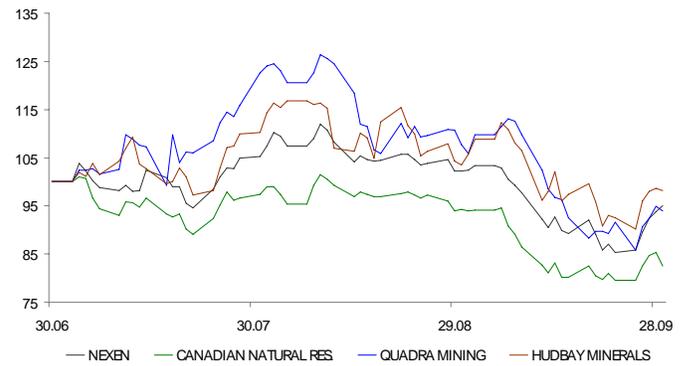


Figure 8
Actions de Nexen, CNQ, Quadra and Hudbay. Depuis le 1^{er} juillet - rebasés



La première remarque à faire est que, bien que le prix du pétrole ait baissé fortement au cours de ces semaines, cette chute ne concerne pas certains métaux, comme indiqué sur les figures 9 et 10. La chute des cours des producteurs de métaux, qui étaient déjà bas, semblent donc complètement injustifiée.

Figure 9
Prix du pétrole, cuivre, nickel et zinc depuis le 1^{er} janvier - rebasé

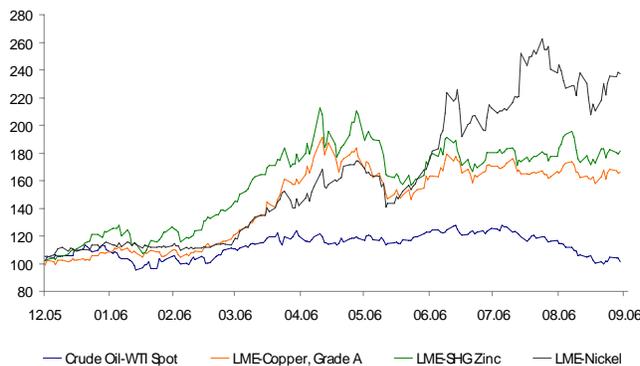
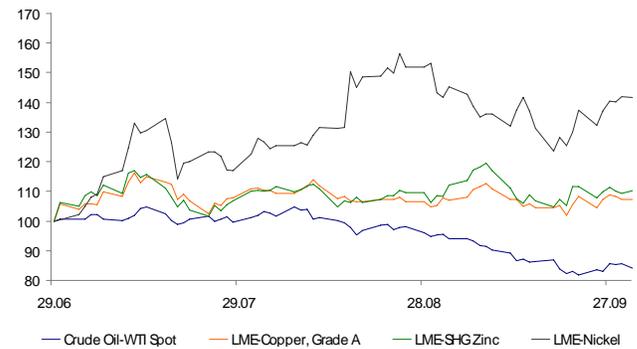


Figure 10
Prix du pétrole, cuivre, nickel et zinc depuis le 1^{er} juillet - rebasé



Source : Datastream

En ce qui concerne les sociétés pétrolières, deux événements se sont produits, l'un étant important et l'autre moins. L'événement le moins important est la chute rapide du prix du pétrole. Nous pensons que ce facteur est moins important car il n'est pas vraiment nécessaire que le prix du pétrole soit très élevé pour que nos sociétés soient rentables (leurs réserves sont sous-valorisées avec un prix du pétrole autour de 40 \$). Par ailleurs, cette diminution n'est pas nécessairement permanente : le prix a baissé mais remontera probablement à terme. Ce qui est vraiment important, c'est l'explosion des coûts subie par la plupart des sociétés pétrolières. De manière gé-

nérale, les quelques sociétés qui sont en mesure de remplacer leurs réserves le font à un prix beaucoup plus élevé qu'à leurs coûts de production actuels. À l'évidence, ceci n'est pas une recette de rentabilité à long terme. En ce qui concerne les sociétés canadiennes de sables bitumineux, le coût du capital a littéralement doublé au cours des six derniers mois et nous n'avions pas prévu qu'il augmenterait autant d'ailleurs. Naturellement, si la valeur de votre participation double et si les marges restent à peu près similaires, votre retour sur investissement s'en trouve divisé par deux. À nouveau, ce n'est pas de bon augure pour les bénéficiaires à long terme.

Heureusement, nous avons toujours valorisé nos sociétés pétrolières en nous basant sur les réserves *actuelles*, et nous sommes donc moins exposés à ce problème d'explosion des coûts bien qu'il nous affecte indubitablement. En conséquence, même si, à notre avis, nos sociétés pétrolières sont en mesure de nous offrir une excellente rentabilité à long terme, nous avons dû ajuster quelque peu nos prévisions dans certains cas. Mais nous pensons qu'elles vont sans aucun doute égaler ou surperformer notre référence, la rentabilité annuelle à long terme de 15 %. Pour donner un exemple, Nexen, dont l'action s'échangeait à 59,75 dollars canadiens le 29 septembre, a prévu un cash-flow de 16 dollars canadiens en 2007 et onze de plus pour 2008 car certains de ses développements actuels ne seront pleinement opérationnels qu'à ce moment-là.

La discussion ci-dessus aboutit à une question secondaire, bien que très importante : sur le long terme, le prix du pétrole ne peut pas descendre bien en dessous de son niveau actuel. Si c'était le cas, nous verrions une chute de l'exploration, ce qui, au vu de l'offre mondiale réduite, impliquerait nécessairement une chute de la production et donc une montée des prix.

Un argument similaire s'applique à quelques métaux. Tout particulièrement, nous détenons des titres de sociétés qui produisent du cuivre, du nickel, du zinc et du plomb. Bien que chaque cas soit différent, nous sommes persuadés que nos sociétés resteront rentables à des prix inférieurs à ceux indiqués par les marchés actuels des futures. Nous pensons également que les prix à long terme ne peuvent pas vraiment tomber en dessous de ceux indiqués par les marchés des futures, sinon l'offre ne se matérialiserait pas tout simplement.

Pour résumer, les sociétés énergétiques et les producteurs de métaux constituent une partie importante de notre portefeuille (environ 35 %) parce que, après une analyse approfondie, nous croyons en leur rentabilité à long terme (également à court terme : certaines ont prévu des ratios cours/bénéfice inférieurs à 5 pour l'année prochaine !). Nous n'avons pas acheté ces valeurs parce qu'elles étaient à la mode et, de même, nous ne devons pas nous sentir obligés de les vendre si elles deviennent un peu moins en vogue. Dans la mesure où nous sommes persuadés qu'elles peuvent nous offrir un rendement supérieur à 15 % par an, nous les conserverons dans notre portefeuille. Mais nous continuerons simultanément de rechercher d'autres titres qui nous permettront de diversifier encore plus notre fonds.

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.

Agent administratif :

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2016 Luxembourg
Luxembourg

Gestionnaire du fonds :

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Genève
Suisse

Dépositaire :

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2016 Luxembourg
Luxembourg

Siège social :

1, Boulevard Royal
L-2016 Luxembourg
Luxembourg

Conseiller :

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suisse

LTIF – Classic

ISIN : LU0244071956
Telekurs : CH2432569
Bloomberg : LTIFCLA LX

LTIF – Alpha

ISIN : LU0244072178
Telekurs : CH2432573
Bloomberg : LTIFALP LX

LTIF – Global Energy Value

ISIN : LU0244072335
Telekurs : CH2432575
Bloomberg : LTIFGEV LX

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.

Agent administratif :

Pictet Funds SA
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Genève
Suisse

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suisse

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Genève
Suisse

LTIF – Stability

ISIN : CH0026389202
Telekurs : CH2638920
Bloomberg : LTIFSTA SW