

Long Term Investment Fund

Figure 1
LTIF – Classic EUR



Figure 2
LTIF – Alpha EUR



Figure 3
LTIF – Global Energy Value EUR



Figure 4
LTIF – Stability CHF



Figure 5
Global Mining Value Fund EUR



“Le prix, c'est ce que vous payez. La valeur, c'est ce que vous obtenez.”

Warren Buffet

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

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	238.59	-42.24%	-46.54%	138.59%	754.81
LTIF Alpha [EUR]	136.00	-24.59%	-28.87%	36.00%	152.84
LTIF Global Energy Value [EUR]	124.34	-23.11%	-19.56%	24.34%	34.90
LTIF Stability Series [CHF]	194.10	-15.42%	-16.34%	25.41%	77.80
Global Mining Value Fund [EUR]	70.58	-37.29%	-34.96%	-29.42%	50.94
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2,653.26	-20.73%	-24.68%		

L'évolution négative de la valeur liquidative de nos fonds, dont nous avons discuté dans notre lettre d'information précédente, s'est encore aggravée au mois de septembre, comme le tableau et les chiffres ci-dessus l'indiquent. Dans la présente lettre d'information, nous expliquerons de quelle manière nous percevons la situation, les raisons de ces événements, et nos prévisions pour l'avenir.

L'histoire de trois investisseurs

Pour comprendre notre perception de la situation actuelle, examinons l'histoire de trois investisseurs, Monsieur Privé, Monsieur Public et Monsieur Détail.

Monsieur Privé ne se considère pas comme un investisseur, mais comme un entrepreneur. Il possède une société qui gagne environ 10 M€ par an, parfois moins, parfois plus. Au cours d'une très mauvaise année, au début des années 90, il a même perdu 1 M€. Après toutes ces années, il connaît bien son affaire et il est raisonnablement convaincu que, malgré une volatilité naturelle, les bénéfices sont durables sur le long terme. Au cours de cette année compliquée, il pense qu'il va dégager les 10 M€ habituels. Il prend également des mesures pour s'assurer que les bénéfices ne seront pas inférieurs à 9 M€ l'année prochaine, indépendamment du ralentissement mondial de l'économie. Il est certain que, lorsque les choses se seront calmées, dans un an ou deux, il pourra renouer avec un niveau de bénéfices normal. Il n'a aucune idée de la valeur réelle de sa société, car il n'a jamais envisagé de la vendre. Il pense que sa fille, qui travaille déjà avec lui, reprendra le flambeau. Bien qu'il soit conscient des turbulences actuelles des marchés financiers, cela ne le soucie guère, car il n'a jamais investi son argent en actions. Il estime en effet qu'il a suffisamment à gérer avec ses propres actions. Il consacre toute son énergie à maintenir d'excellentes relations avec ses clients actuels, à en trouver de nouveaux, à améliorer ses produits et à réduire ses coûts par n'importe quel moyen.

Monsieur Public dirige une société qui est en grande partie similaire à celle de Monsieur Privé en termes de taille et de rentabilité. Il a écouté les conseils de son banquier il y a quelques années, et a vendu 30 % des actions de la société en Bourse. Mis à part l'encaissement des liquidités provenant de la vente et le fait qu'il rencontre occasionnellement quelques analystes, il continue de manière générale à diriger la société exactement comme avant. Tout comme Monsieur Privé, il espère dégager 10 M€ de bénéfices cette année (desquels seulement 7 M€ lui reviendront, naturellement), et il tente d'atteindre les 9 M€, ou tout au moins 8 M€, l'année prochaine. Tout comme Monsieur Privé, il est également presque certain qu'il renouera avec le taux de rentabilité habituel une fois cette récession passée.

Au mois de janvier, les actions de Monsieur Public s'échangeaient à 10 €, avec une valorisation totale de la société de 80 M€. Suite à la chute brutale des marchés, les actions s'échangent désormais autour de 5 €, ce qui donne une valorisation de 40 M€ pour la société. La participation de 70 % de Monsieur Public dans la société correspondait donc à une capitalisation boursière de 56 M€ au début de l'année, et à une valeur de marché actuelle de 28 M€.

Monsieur Public a donc « perdu » 28 M€ en termes de capitalisation boursière, mais a gagné 5,25 M€ au cours des neuf premiers mois (soit 70 % des 7,5 M€ générés par la société au cours des neuf premiers mois de 2008). En quelque sorte, Monsieur Public ne se sent pas plus

pauvre au mois de septembre qu'au mois de janvier. En fait, il possède tous les actifs qu'il détenait en début d'année, plus 5.25 M€ supplémentaires en banque. Quant au prix des actions, il ne s'en soucie guère, car il n'a pas l'intention de les vendre et pense que lorsque la situation se sera redressée, leur cours retournera à leur niveau antérieur. Il utilise toute son énergie pour maintenir d'excellentes relations avec ses clients actuels, à en trouver de nouveaux, à améliorer ses produits, et à baisser ses coûts par n'importe quel moyen.

Au mois de janvier, Monsieur Détail a acheté quelques actions dans la société de Monsieur Public à 10 € l'action. Il pensait qu'une société qui faisait 10 M€ par an sans trop de volatilité (ce chiffre a varié entre 7 M€ et 12 M€, et des pertes n'ont été enregistrées qu'au cours d'un seul exercice), méritait un multiple de 8 fois les bénéfices, ce qui donne un rendement anticipé de 12,5 % (les 10 M€ de bénéfices sur une capitalisation boursière de 80 M€). À la fin du mois de septembre, il reçoit son relevé bancaire. Il constate soudain que ses actions ne valent plus que 5 €, et qu'il a perdu la moitié de son argent en neuf mois. Désespéré, il appelle son banquier et lui demande de vendre immédiatement ses actions. Celles-ci sont vendues rapidement... et achetées par Monsieur Public.

Ceci nous permet donc de voir comment trois investisseurs qui détiennent au départ le même actif, avec la même rentabilité actuelle et anticipée, agissent (et perçoivent la situation) de manière très différente. La seule différence est la définition subjective de « gagner » ou « perdre » de l'argent. Monsieur Privé, tout comme Monsieur Public, associe leur propre rentabilité personnelle à la rentabilité de leur société. Monsieur Détail définit cette rentabilité par le cours de l'action. Dès qu'il vend, il subit une perte de 50 % et abandonne définitivement tout espoir de rendement annuel futur de 20 % (25 % si nous prenons au pied de la lettre les chiffres donnés dans l'exemple). Logiquement, la perte de Monsieur Détail correspond à un gain pour quelqu'un d'autre, et ce quelqu'un d'autre est en l'espèce Monsieur Public.

Monsieur Détail aurait pu naturellement attendre jusqu'au mois de septembre pour acheter ses actions. Ainsi, il aurait eu deux fois plus d'actions pour le même montant d'argent et aurait donc doublé le rendement attendu de son investissement. Mais il aurait pu également acheter un ticket de loterie et gagner encore plus d'argent (non imposable, dans certains pays). Ceci n'est pas un bon conseil dans le monde réel.

Dans le monde réel, très peu d'investisseurs individuels gagnent de l'argent en Bourse au cours de leur vie. Toutes les plus-values qu'ils accumulent partent en fumée dans les chutes que les marchés subissent périodiquement. Ils vendent lorsque les marchés ont presque touché le fond, et ne rachètent pas avant d'être certains que « la correction est terminée », c'est-à-dire lorsque les marchés se sont nettement repris.

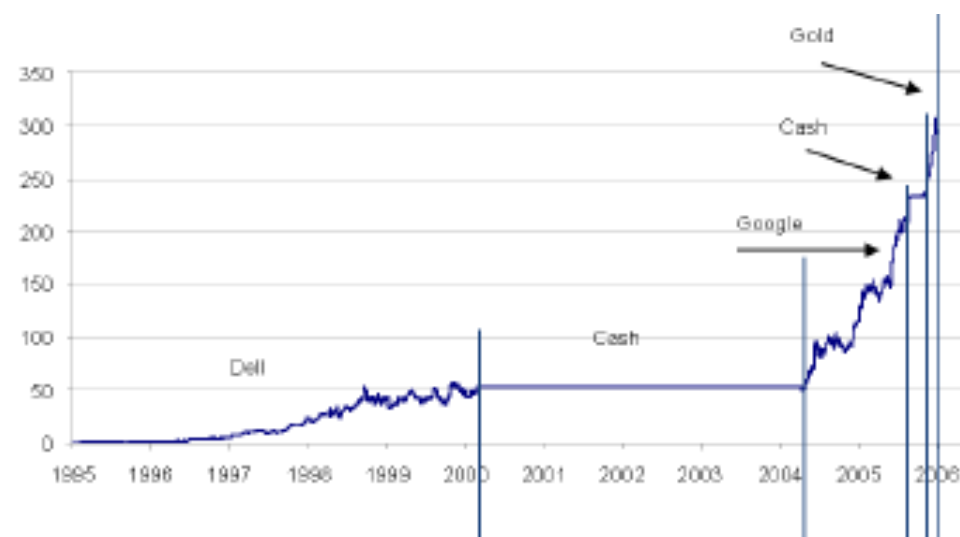
La plus grande société mondiale de gestion de fonds est Fidelity Investments. Elle est basée à Boston. Un de leurs fonds, appelé Magellan, a enregistré des performances fantastiques à la fin des années 70 et au cours des années 80 : il a dégagé 15 % de rendement annuel sur 15 ans (ce qui signifie en fait que sa valeur liquidative par action a été multipliée par 16 sur cette période). Aux États-Unis, les investisseurs qui investissent dans des fonds doivent, pour des raisons fiscales, s'identifier personnellement à la société de gestion de fonds. Ceci signifie que Fidelity connaît exactement la date d'entrée de chacun de ses investisseurs dans le fonds, tout comme leur date de sortie. Il y a quelques années, la société a utilisé ces informations détaillées pour calculer les plus-values moyennes que leurs investisseurs avaient réalisées réellement. La réponse tournait autour de 5 % par an.

Cette approche est contre intuitive : les investisseurs qui investissent dans un produit qui augmente de 15 % par an tous les ans devraient obtenir en moyenne 15 % de rendement par an, quels que soient les points d'entrée et les points de sortie (aucuns frais ne doivent être pris en compte car la rentabilité du fonds est évaluée nette de frais). Comment la moyenne peut-elle donc être inférieure à ce pourcentage ? Naturellement, la réponse est une question de point d'entrée sur le marché (« timing »). Le fonds n'a pas augmenté de 15 % tous les ans, mais ce chiffre n'est qu'une moyenne. Il y a eu de très bonnes années, mais également des mauvaises. Et la grande majorité des investisseurs sont entrés sur le marché après le mouvement haussier de la performance, et ont vendu à la baisse. Malheureusement, c'est un schéma classique.

C'est la raison pour laquelle, depuis le lancement de nos fonds il y a sept ans, nous avons toujours dit qu'il y avait deux façons d'investir : l'investissement « spéculatif » et l'investissement stratégique. Une stratégie spéculative est surtout axée sur la visibilité des prix, et consiste à acheter des titres qui sont susceptibles de monter, et à les vendre avant qu'ils ne retombent. Comme nous l'avons indiqué à certaines occasions, cette stratégie peut s'avérer extrêmement rentable : la figure 6 montre comment les investisseurs peuvent multiplier leur mise de fonds 300 fois en ne prenant que 5 bonnes décisions sur 10 ans.

Figure 6

“Acheter à des cours bas et vendre à des cours élevés”



Le problème, comme nous l'avons vu dans le cas de Fidelity, c'est que c'est très difficile à réaliser. Les marchés sont très volatils, et la plupart des chutes brutales ne sont pas suivies d'une correction profonde, mais d'un rebond. Il faut être très doué (ou chanceux) pour faire la différence entre les deux ex ante, et ce n'est tout simplement pas une chose aisée. Ce qui est encore pire, c'est que, en cas d'erreur, il n'existe aucun moyen permettant de revenir en arrière.

Lorsque les investisseurs appliquent une méthode d'investissement stratégique, ils ignorent les fluctuations du cours des actions et concentrent leurs efforts pour acheter des valeurs renfermant un potentiel de bénéfices à des cours très bas, et les faire fructifier sur une certaine période de temps. En fin de compte, le cours des actions reflète toujours les bénéfices et leur croissance. C'est la méthode que nous appliquons chez Strategic Investment Advisors. Nous ne tenons pas compte des fluctuations du cours des actions (sauf pour estimer les performances attendues de nos actions), mais nous surveillons continuellement les bénéfices. Les investisseurs qui ont pris des positions dans des sociétés comme Monsieur Privé ou Monsieur Public, et qui maintiennent leurs participations sur plusieurs années, les bonnes comme les mauvaises, ont tendance à mieux s'en sortir que les investisseurs ayant acheté des « actions pures ». Pour ces investisseurs, la chose évidente à faire c'est d'acheter des titres lorsqu'ils sont bon marché et, s'ils veulent les revendre, ils devront alors attendre que les marchés soient disposés à payer un prix élevé dans l'anticipation de bénéfices futurs. Nous sommes convaincus que la « mentalité de détail » classique, qui assimile la rentabilité à l'évolution du cours de l'action, rend pratiquement impossible la construction d'une fortune à long terme, en se basant sur le fait que c'est évident d'acheter lorsque les marchés sont orientés à la hausse et de vendre lorsqu'ils baissent.

La rentabilité de nos fonds

Examinons de nouveau les bénéfices de nos fonds à la lumière de l'histoire précédente.

À la fin du mois de juin 2007, la valeur comptable de nos actions (tous leurs actifs au prix historique après déduction de leurs dettes) s'établissait à 201 €. Douze mois plus tard (ce sont les dernières données qui ont été publiées par nos sociétés), ce chiffre était de 242 €. Ceci signifie que chaque action du fonds a enregistré une plus-value de 41 €, nette de tous frais, ce qui est un peu inférieur à ce qui était attendu en début d'année. Dans la dernière lettre d'information, nous expliquions la raison de ce manque à gagner, mais soulignons le fait que ces bénéfices représentent un rendement de 10 % sur la période.

Nous pensons dégager une plus-value d'environ 45 € en 2009, puis réaliser au cours des années suivantes une augmentation annuelle de 15 %. Ce taux de rendement est vraiment ahurissant vu le cours actuel de nos actions. Cependant, nous pouvons atteindre ce taux grâce aux

perturbations considérables subies actuellement par les marchés. Il est légitime que les investisseurs se demandent comment un rendement aussi important est possible. Seules deux réponses peuvent être données : soit c'est le cours des actions qui n'est pas bon (les investisseurs les vendent trop bon marché), soit les estimations de bénéfices sont fausses. Examinons un peu la vraisemblance des deux possibilités.

Perturbations du marché

Ce n'est évidemment un secret pour personne que les marchés financiers ont fait l'objet d'une pression intense au cours des derniers mois. Ils semblent être davantage sous l'emprise de la peur que contrôlés par une analyse rationnelle. À titre d'exemple, la chute de la capitalisation boursière des marchés américains qui est intervenue le 29 septembre, lorsque le plan de sauvetage de 700 milliards de dollars n'a pas été adopté, s'établit à 1.500 Mds \$, soit le double de la « perte » supposée du système. Pas de problème : le 30 septembre, les actions américaines valaient apparemment 1.000 Mds \$ de plus. Nous détenons des actions dans nos fonds qui ont subi certains jours des variations supérieures à 20 %. Les professeurs de finance aiment enseigner à leurs élèves que les prix du marché reflètent toujours les bénéfices futurs qui sont anticipés, mais ils n'ont pas une grande expérience en tant qu'investisseurs, même pas ceux auxquels le prix Nobel a été décerné. Parfois, la vente (ou l'achat, souvenez-vous de la bulle Internet) n'a aucun rapport avec les fondamentaux : les investisseurs vendent (ou achètent) tout simplement parce qu'ils estiment que le marché va continuer de chuter (ou de monter). Naturellement, toutes les bulles (ou les « trous noirs », c'est le nom que nous avons donné à ces « bulles négatives » par le passé) renferment un noyau de vérité. Internet était vraiment une technologie très importante. Mais cela ne veut pas dire pour autant que les actions Amazon.com valaient plus que 400 \$ en 1999 (ces titres s'échangent actuellement, soit neuf ans plus tard, à une valeur de 280 \$, après prise en compte de la scission). Et c'est une des sociétés « dot.com » les plus performantes. Et, au final, la plupart d'entre elles ne valaient pratiquement plus rien. La panique qui s'est emparée des marchés aujourd'hui trouve son origine dans les problèmes très réels des marchés financiers, lesquels ont été très relayés par les médias, et dans les répercussions probables que ces problèmes pourraient avoir sur l'économie réelle, en entraînant un ralentissement. Si la plupart des actions Internet étaient exagérément chères, l'on peut dire que nos sociétés sont exagérément bon marché. Il y a un prix raisonnable pour tout, que les perspectives soient roses ou sombres, et les marchés dépassent toujours les limites.

Les investisseurs professionnels ont bien dépassé ce stade : nous recevons pratiquement tous les jours des appels de courtiers qui offrent à la vente, à des prix bradés, des blocs d'actions de sociétés que nous connaissons, bien en dessous des prix du marché qui sont déjà très bas. Dans tous les cas, le vendeur est un fonds qui veut vendre à n'importe quel prix, soit parce qu'il doit faire face à des rachats et a besoin d'argent, soit parce qu'il procède purement et simplement à une liquidation. Le processus de désendettement relaté dans les médias signifie simplement qu'il faut vendre des actifs pour rembourser les dettes avec les produits de la vente. Si tout le monde tente de se désendetter au même moment, il faut s'attendre à une chute brutale des cours, qui n'aura aucun rapport avec les fondamentaux. Cette chute des cours inquiète Monsieur Détail qui décide rapidement de vendre, et ce qui a pour conséquence de faire baisser encore plus les cours.

Goldman Sachs a estimé qu'au cours du mois de septembre, un « panier » constitué des 50 actions qui étaient en grande partie détenues par des hedge funds, avait sous-performé le marché de 19 %. Il se trouve que nous détenons certaines actions de ces sociétés. Elles enregistrent de bons résultats, et continueront de le faire à l'avenir. Mais lorsque le principal courtier dit au hedge fund qu'il n'y a plus de crédit et qu'il doit vendre des actions pour rembourser des prêts, c'est exactement ce qu'il fait. Une analyse du rendement attendu des actions est tout simplement hors de question. La semaine dernière justement, un des plus importants courtiers européens des fonds de hedge funds a dit à ces fonds que toutes les lignes de crédit étaient annulées sans préavis. En d'autres termes, ces fonds de fonds, qui utilisent l'effet de levier pour améliorer leurs rendements (ce que font la plupart d'entre eux), doivent vendre immédiatement leurs fonds et rembourser les prêts. Par conséquent, le fonds sous-jacent reçoit un avis de rachat qui doit être honoré en vendant ses propres actifs sous-jacents.

Les paragraphes ci-dessous montrent comment certains cours d'actions n'ont aucun rapport avec les chiffres fondamentaux sous-jacents des sociétés. Juste pour donner une idée : au cours des trois derniers mois,

les actions des producteurs américains de charbon ont enregistré une baisse supérieure à 50 % (-32 % au mois de septembre), alors que les banques américaines étaient en hausse de plus de 20 % (+2,7% au mois de septembre). Néanmoins, les producteurs de charbon encaissent actuellement plus d'argent que jamais et les prix du charbon sont en hausse sur les contrats des années à venir. Nous détenons une position dans une société de charbon, Grande Cache (dont nous avons discuté dans notre lettre d'information précédente), et ses actions sont passées de 4,6 \$ à 3 \$ au mois de septembre. En se basant sur les contrats fermes, les bénéfices prévus par actions pour l'année prochaine s'établissent à 1,6 \$ pour un ratio cours/bénéfice inférieur à 2 (nous anticipons des gains de 2,6 \$ pour 2010 avec un ratio cours/bénéfice de 1). De toute évidence, il n'est pas nécessaire de tergiverser sur la santé des banques et leurs bénéfices futurs. Néanmoins, il a été interdit aux hedge funds de vendre à découvert (« *shorting* ») les sociétés financières qu'ils avaient achetées à crédit. L'élément important est qu'aucune de ces questions n'inquiète Monsieur Privé, et que Monsieur Public ne se sent que faiblement concerné. Ce qui leur importe, ce sont les bénéfices que leurs sociétés vont générer cette année, l'année prochaine et les années suivantes. Regardons de plus près les bénéfices des sociétés.

Le flux permanent de mauvaises nouvelles financières pousse naturellement les investisseurs à se demander si tout ceci ne va pas finir par affecter l'économie. La réponse est Oui, bien évidemment : si les sociétés ne parviennent pas à trouver des modes de financement, elles ne pourront pas se développer et elles encaisseront moins d'argent. Mais toutes les sociétés ne sont pas affectées de manière égale par ce problème (certaines n'ont pas besoin de financement ni leurs clients) et, si cela était le cas, les effets ne seraient pas tellement graves. Certaines sociétés vont faire faillite, d'autres réaliseront des bénéfices plus faibles, mais certaines remarqueront à peine l'agitation ambiante. Néanmoins, comme les investisseurs craignent pour l'économie, ils vendent toutes les actions sans faire preuve d'aucun discernement. Tout comme Monsieur Privé, nous ne nous préoccupons pas du marché ou de l'économie. Ce qui nous importe, ce sont nos sociétés. Nous pensons que nos positions sont solides et que nos estimations de bénéfices le sont également. Voici quelques exemples pour nos lecteurs afin qu'ils puissent juger par eux-mêmes si ce sont des investissements intéressants ou non. En fin de compte, tout ce que nous faisons c'est rechercher des investissements pour nos investisseurs, car ce sont eux qui, au final, effectuent la mise de fonds.

Quelques exemples

Nous aimerions revenir aux sociétés dont nous avons parlé dans notre lettre d'information précédente, et montrer comment elles se sont comportées au mois de septembre et ce que nous attendons d'elles à l'avenir.

- **Quadra Mining**, notre producteur de cuivre, était coté à 16,95 CAD au début du mois, et à 12,13 CAD à la fin du mois, soit une chute de 28,4 %. Nous avons rencontré personnellement le PDG de la société, que nous connaissons depuis un certain nombre d'années. La société dispose toujours de 300 M€ de liquidités nettes pour une capitalisation boursière de 700 M\$. Le bénéfice de l'année en cours, qui est presque terminée, sera de 250 M\$ et l'année prochaine, avec la nouvelle mine qui tournera à pleine capacité, le bénéfice sera compris entre 250 M\$ et 300 M\$, en fonction du prix du cuivre. Entraînés par la vente massive des matières premières à l'échelle mondiale, les prix au comptant du cuivre ont chuté de 10 % le mois dernier mais, les futures à long terme sont en train de monter. Nos prévisions de bénéfices pour l'avenir sont basées sur des prix du cuivre qui sont bien inférieurs à ceux utilisés par la plupart des analystes. Au cours de ce mois, nous avons continué d'acheter des actions de cette société. Nous sommes désormais l'actionnaire le plus important, avec 9 % d'actions ordinaires.
- **IMS** est un distributeur d'aciers spéciaux. Son siège social est situé près de Paris et il est présent dans toute l'Europe. Sa capitalisation boursière est de 280 M€. Ses actions s'échangeaient à 15,43 € au début du mois et à 12,20 € à la fin du mois (soit une baisse de 20,9 %). Depuis que nous avons rencontré personnellement les membres de la direction au mois de juillet, nous les avons appelés plusieurs fois. Nous pensons toujours que le bénéfice d'exploitation sera de 80 M€ pour cette année, et de 85 M€ pour l'année prochaine. D'autres sociétés tentent, en toute logique, de profiter d'un cours bas pour l'acheter.

- **Catlin Group** est un réassureur basé au Royaume-Uni, dont la capitalisation boursière dépasse légèrement les 800 millions de livres. Ses prévisions de bénéfices s'établissent à plus de 190 millions de livres pour cette année, et il devrait pouvoir maintenir ce niveau de bénéfices à l'avenir, voire les augmenter. D'ailleurs, le rendement des dividendes en espèces représente 8 %. Aucun fait marquant n'est à relever pendant le mois. Les actions sont en hausse (5,4 %). Globalement, nous avons quelque peu renforcé nos positions dans les compagnies d'assurance, dans lesquelles nous avons trouvé (de manière sélective) une combinaison intéressante de valeur et de diversification. D'accord, certaines d'entre elles ont encore de mauvais actifs à passer en pertes et profits, mais nous avons effectué une analyse préalable sérieuse, et tout problème éventuel a été largement pris en compte dans les prix. Simultanément, nous faisons de gros efforts pour développer notre expérience en valeurs bancaires, et avons rendu visite personnellement à de nombreuses banques au cours des dernières semaines. Nous avons pris des petites positions de façon opportuniste (elles se comportent très bien d'ailleurs), et nous pensons que ce secteur deviendra peut-être un « domaine d'investissement » intéressant dans six mois.
- **Grande Cache Corporation** est un producteur canadien de charbon cokéfiabie. Sa capitalisation boursière est désormais de seulement 200 M\$ à cause de la chute des actions de 42,7% au cours de ce mois, comme nous l'avons mentionné ci-dessus (-65 % depuis le mois de juin). Ses prévisions de production sont proches de 2 millions de tonnes pour 2009, et ce producteur espère faire grimper ces chiffres à 2,4 millions en 2011. Le charbon cokéfiabie est normalement vendu sur la base de contrats annuels, une faible part étant vendue sur le marché « au comptant ». Des contrats sont actuellement en cours de négociation pour l'année prochaine, au-dessus de 250 \$/tonne. La société a un coût par tonne d'environ 120 \$ (niveau qu'elle espère réduire à moyen terme), ce qui signifie une marge brute d'au moins 130 \$ la tonne (nous pensons que les coûts seraient plus faibles, mais nous sommes prudents dans nos hypothèses). En multipliant ce chiffre par les 2 millions de tonnes de production, ceci donne un EBITDA de 260 M\$, ce qui excède pour 2009 la capitalisation boursière totale actuelle de la société. Nous pensons que les prix du charbon vont commencer à baisser dans quelques années et qu'ils atteindront peut-être 130 \$/tonne dans cinq ans environ, car il n'est pas possible d'ouvrir des mines rentables en dessous de ce niveau (la plupart des analystes utilisent un chiffre de 150 \$, ce qui aura un impact énorme sur les bénéfices de la société). Globalement, les investisseurs récupéreront complètement leur mise de fonds d'ici à deux ans, et pourront profiter d'un rendement durable d'environ 10 % du prix actuel.
- **Li Heng Chemical Fibre Corporation** est un fabricant chinois de fibres artificielles pour l'industrie textile. Sa capitalisation boursière est de 700 M USD. Sa prévision de bénéfices est d'environ 150 M\$ pour cette année, en intégrant une forte croissance imputable à de nouvelles usines au cours des trois prochaines années. La plupart de ses clients travaillent pour le marché intérieur chinois et pas pour l'exportation. La société est fidèle à ses plans de production et à sa stratégie financière. Le prix de son action a baissé au mois de septembre et son ratio cours/bénéfice s'établit actuellement à 2,8.
- **KSB**, notre fabricant allemand de pompes, a vu ses actions chuter de 19,3 % ce mois-ci. La société n'a pas signalé de problèmes et ses bénéfices seront certainement supérieurs aux prévisions. Son ratio cours/bénéfice actuel (2008) est inférieur à 4.
- **Le prix du pétrole** a été très volatil et a monté ou baissé de plus de 5 % certains jours. Après toutes ces perturbations, le pétrole s'échange toujours au-dessus de 100 \$ dans les contrats à long terme. À ce prix, toutes nos sociétés génèrent des bénéfices incroyables, mais leurs cours a baissé de plus de 20 % au cours du mois. Cette situation est basée sur l'hypothèse que le pétrole va baisser à 70 \$ et rester à ce niveau pour toujours. Mais cela ne risque pas d'arriver car, quels que soient les problèmes économiques que subit le monde, il s'en remettra. Toute activité économique implique un besoin en transport, ce qui implique une consommation de pétrole, et ce n'est pas prêt de changer. Simultanément, les champs de pétrole s'amenuisent rapidement, et le développement de nouveaux gisements est de plus en plus coûteux. Même si la demande mondiale devait stagner (ce qui est plutôt improbable à en juger par les importations chinoises qui ont augmenté de 12 % au mois d'août), le prix continuerait malgré tout de monter; il est bien trop difficile pour

les pays qui ne sont pas membres de l'OPEP de maintenir leur niveau de production actuel, et encore moins de l'augmenter.

La notion de marge de sécurité

L'un des principaux concepts de Benjamin Graham était la « marge de sécurité ». Nous ne savons pas vraiment ce que l'avenir nous réserve, et il est tout à fait sensé de n'investir que dans des sociétés qui sont nettement sous-valorisées. Si la réalité s'avère pire que les prévisions, l'investissement sera toujours intéressant. Nous pensons que nos participations comportent une marge de sécurité énorme. Aux niveaux de prix actuels, le fonds pourrait générer un rendement annuel perpétuel de 20 %, puisque son ratio cours/bénéfice est normalisé à 5. Ce chiffre est basé sur des estimations de bénéfices que nous jugeons prudentes, en utilisant, par exemple, des prix de matières premières qui sont bien inférieurs au consensus. Mais supposez que nous ayons vraiment tort et qu'une horrible récession économique s'installe ; supposez que cette récession entraîne un niveau de bénéfices qui serait, en moyenne, nul l'année prochaine... Ceci serait certes un phénomène sans précédent : nombre de nos sociétés, comme nous l'avons expliqué, s'assurent des bénéfices élevés par des contrats déjà négociés et les pires chutes de bénéfices ont été, en moyenne, au cours des dernières récessions, de 45 %. Pour adopter une attitude encore plus prudente, supposez que nos sociétés ne renouent pas du tout avec les bénéfices en 2010 et que cette année reste au niveau zéro... Enfin, l'économie revient à la normale en 2011. Dans ce cas, le vrai ratio cours/bénéfices du fonds tournerait autour de 7 et non de 5. Un ratio cours/bénéfices permanent de 7 signifie que, aux prix d'aujourd'hui, nos sociétés auraient un rendement annuel définitif de 15 % par an, selon un scénario exagérément catastrophique. Nous pensons réellement que cette opportunité ne se représentera pas deux fois au cours d'une vie. La valeur et la marge d'erreur contenues dans notre portefeuille sont difficiles à croire, et c'est la raison pour laquelle nous vous donnons des exemples précis et nous vous communiquerons davantage d'informations dans les présentations à venir, qui seront destinées aux investisseurs.

Warren Buffet a toujours fait sienne la devise "Ayez peur quand tout le monde est gourmand et soyez gourmand quand tout le monde a peur" (*"Be scared when everybody is greedy and greedy when everybody is scared"*). Il nous semble que le moment est venu d'être « gourmand ». La valeur liquidative de nos fonds peut-elle baisser davantage ? Certainement. Dès que les prix seront découplés des fondamentaux, tout peut se produire, comme l'a prouvé la bulle Internet. Mais la réalité finit toujours par réaffirmer son autorité comme de nombreux investisseurs l'ont découvert assez vite. À l'époque, on disait que « seul le risque ne devait pas être investi ». Nous pensons que cette déclaration s'applique encore plus aux circonstances actuelles.

Lorsque nous avons créé notre premier fonds en 2001, nous avons décidé de l'appeler *Long-Term Investment Fund*. À l'époque, l'échec retentissant de *Long-Term Capital Management* était encore très présent dans les esprits, et la plupart des investisseurs ont réagi à ce nom sans surprise. Ils se demandaient en effet pourquoi nous souhaitions être associés à un tel fiasco. Ce n'était pas notre intention, naturellement. C'est difficile de trouver un style d'investissement qui diffère plus du nôtre. Mais le nom, et les commentaires auxquels il a donné lieu, nous ont permis de souligner la nature à long terme de notre stratégie d'investissement. Et justement, après la première année, notre valeur liquidative a fortement augmenté tous les ans. C'est facile d'être un investisseur à long terme lorsque tout monte. Mais il faut du courage et de la conviction lorsque les résultats à court terme ne sont pas bons. Cependant, c'est à ce moment-là que l'on peut faire des plus-values. Nous créons de la valeur. Nos sociétés enregistrent des bénéfices énormes et elles vont continuer de le faire à l'avenir, malgré les hausses et les baisses inévitables. Le fait que de nombreux hedge funds soient forcés de vendre nos actions, ce qui pousse les prix vers le bas, n'a aucune espèce d'importance pour quelqu'un qui a l'intention de conserver les actions sur une longue période. Mais c'est vraiment une bonne nouvelle pour un investisseur qui vise à augmenter ses bénéfices futurs. Souvenez-vous de l'histoire de Monsieur Privé, de Monsieur Public et... de Monsieur Détail.

Notre portefeuille est bon marché et diversifié. Le seul scénario qui serait mauvais sur le long terme serait une récession économique mondiale catastrophique et permanente. Nous laissons le soin aux investisseurs de décider de la probabilité d'un tel événement, et du degré et du mode de protection qu'ils souhaitent mettre en place pour parer à cette éventualité. Nous continuerons d'approfondir et de trouver de nouvelles idées et de nous concentrer sur les bénéfices à long terme. Et nous laisserons le prix

des actions fluctuer comme elles le décideront

Quelques mots sur nos hedge funds

Les fonds Alpha et Stability ont subi tous deux une forte chute. Ceci n'est pas surprenant car ils sont couverts contre les chutes générales de marchés. Quelles que soient les fluctuations du marché, ceci n'affecte donc pas le portefeuille. La raison de leur chute est que notre portefeuille a baissé encore plus que la moyenne du marché. Pour les raisons que nous avons données ci-dessus, nous pensons que cette situation va se redresser au cours des prochains trimestres : notre portefeuille est désormais beaucoup plus intéressant que le marché dans son ensemble. Gardez à l'esprit que l'indice S&P 500 s'échange toujours avec un ratio cours/bénéfice supérieur à 20.

Dernières nouvelles de chez SIA

Comme annoncé dans la lettre d'information précédente, Ed Yau et Jordi Costa sont désormais à Singapour, où ils démarrent notre travail d'analyse sur le terrain.

Certains investisseurs sont naturellement intéressés par notre solidité financière. Depuis le début de l'année, nous avons eu des rachats nets qui représentent 17 % de nos fonds. Avec le niveau actuel d'encours sous gestion, et même en dessous, nous pouvons continuer de travailler en bénéficiant d'une situation financière saine pour très longtemps car la capitalisation de notre groupe est très solide. Nous ne doutons pas un instant que la situation économique actuelle va finir par passer et que nos actions seront reconnues à leur juste valeur.

Un dernier point : la forte chute de notre valeur liquidative au mois de septembre n'a pas été provoquée par nos ventes. Comme nous l'avons indiqué, les rachats nets représentent un total de 17 % sur l'année entière, et notre portefeuille est très liquide. Le montant que nous avons dû vendre est très minime par rapport au volume de transactions habituel sur les actions que nous détenons.

Comme nous l'avons déjà annoncé, nous sommes en train d'organiser un certain nombre de présentations. Elles auront lieu au cours des prochaines semaines et permettront d'expliquer de manière plus détaillée toutes les opportunités offertes par cette situation. Nous encourageons vivement tous nos investisseurs à nous contacter s'ils souhaitent obtenir de plus amples informations à ce sujet.

Chiffres catégories d'actifs en USD

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

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	335.13	-44.51%	-47.20%	274.66%	1,060.24
LTIF Alpha [USD]	191.03	-27.55%	-29.74%	46.55%	214.68
LTIF Global Energy Value [USD]	174.65	-26.13%	-20.55%	31.58%	49.03
Global Mining Value Fund [USD]	99.14	-39.75%	-35.76%	-26.01%	71.55
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3,726.69	-23.84%	-25.62%		

Figure 7 LTIF – Classic USD

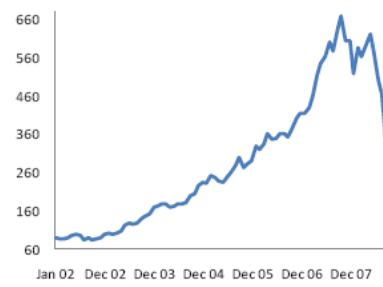


Figure 8 LTIF – Alpha USD



Figure 9 LTIF – Global Energy Value USD



Figure 10 Global Mining Value Fund USD



Chiffres des catégories d'actifs en CHF

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

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	375.77	-45.04%	-49.32%	153.81%	1,188.79
LTIF Alpha [CHF]	214.19	-28.25%	-32.57%	38.29%	240.71
LTIF Global Energy Value [CHF]	195.83	-26.84%	-23.75%	26.73%	54.97
Global Mining Value Fund [CHF]	111.16	-40.33%	-38.34%	-33.13%	80.22
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4,178.71	-24.57%	-28.60%		

Figure 11 LTIF – Classic CHF

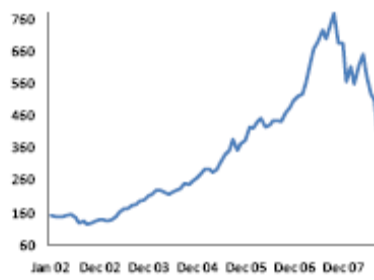


Figure 12 LTIF – Alpha CHF

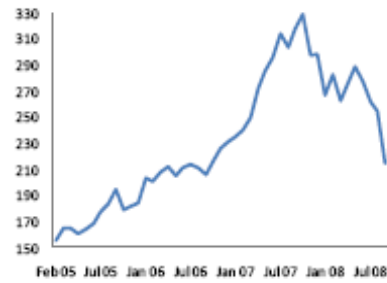


Figure 13 LTIF – Global Energy Value CHF



Figure 14 Global Mining Value Fund CHF



Notice légale - Luxembourg

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

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

LTIF – Classic EUR

ISIN : LU0244071956
Telekurs : CH2432569
Bloomberg : LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN : LU0301247077
Telekurs : CH3101820
Bloomberg : LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN : LU0301246772
Telekurs : CH3101817
Bloomberg : LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR

ISIN : LU0244072178
Telekurs : CH2432573
Bloomberg : LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD

ISIN : LU0301247150
Telekurs : CH3101828
Bloomberg : LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF

ISIN : LU0301246855
Telekurs : CH3101824
Bloomberg : LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN : LU0244072335
Telekurs : CH2432575
Bloomberg : LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD

ISIN : LU0301247234
Telekurs : CH3101839
Bloomberg : LTIFGEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF

ISIN : LU0301246939
Telekurs : CH3101836
Bloomberg : LTIFGEC LX

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

GMVF-Global Mining Value EUR

ISIN : LU0305469388
Telekurs : CH3183766
Bloomberg : GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD

ISIN : LU0305469545
Telekurs : CH3183768
Bloomberg : GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF

ISIN : LU0305470048
Telekurs : CH3183771
Bloomberg : GMVFCHE LX

Agent administratif :

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

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
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

La performance du fonds au 30.09.06 correspond à celle 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 S.A.
Route des Acacias 60
CH-1211 Genève 73
Suisse

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suisse

Dépositaire :

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