

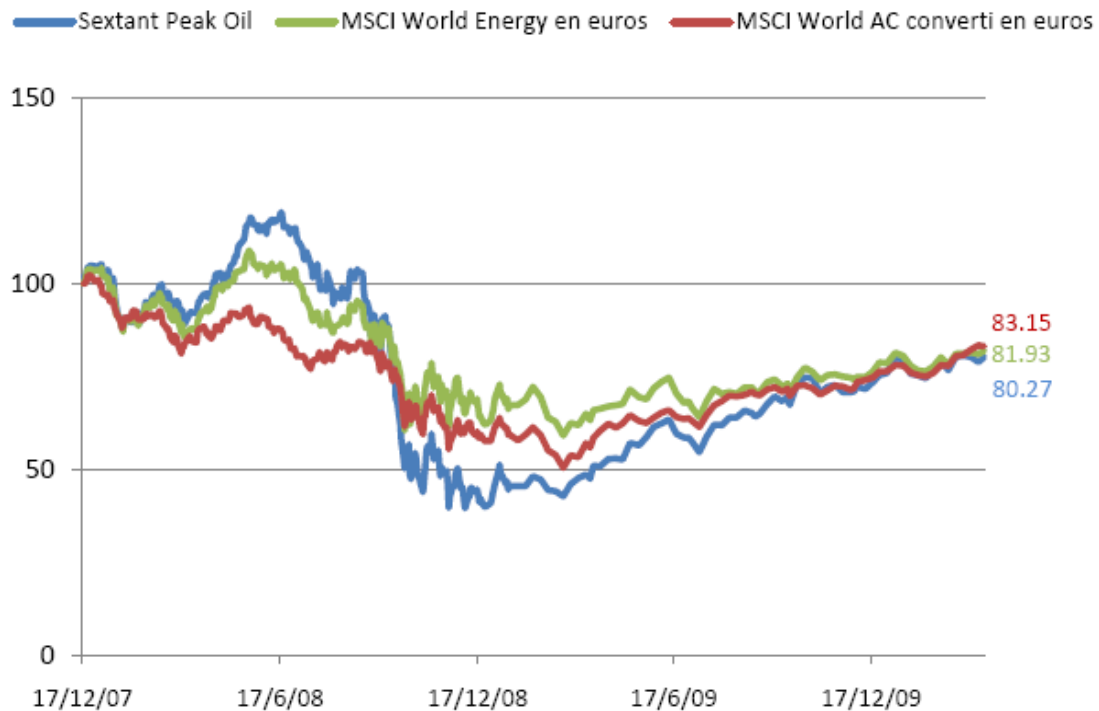


Sextant Peak Oil Rapport de gestion du premier trimestre 2010

PERFORMANCES

Performances					
	1 an	2 ans	2010	2009	2008
Sextant Peak Oil	68,99%	-12,91%	5,60%	73,18%	-57,92%
MSCI World AC (en euros)	48,72%	-1,34%	8,71%	28,04%	-40,99%
MSCI World AC Energy (en euros)	29,45%	-6,73%	4,22%	19,64%	-36,61%

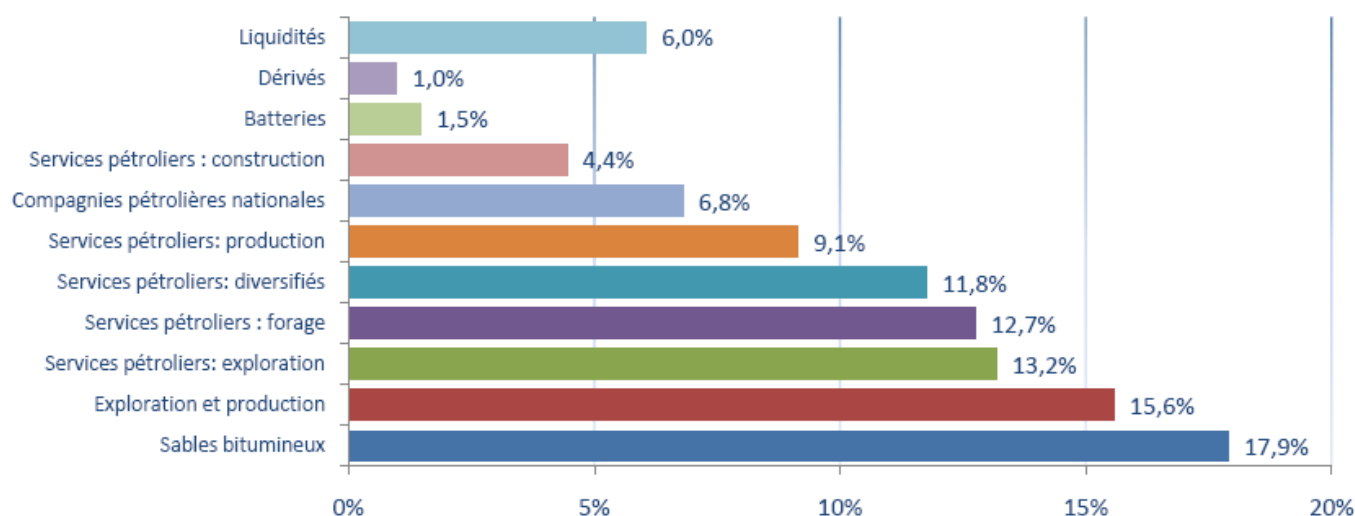
Le but du fonds n'est pas de répliquer un indice mais de tirer profit des contraintes structurelles qui pèsent sur l'offre de pétrole à long terme. Nous pensons que cet angle d'investissement est une source de surperformance durable.



Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.


DIX PREMIERES POSITIONS AU 31 MARS 2010

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs	Taille de capitalisation
UTS Energy Corp.	8,77%	Canada	sables bitumineux	Mid caps
TGS Nopec Geophysical CO ASA	8,58%	Norvège	services pétroliers: exploration	Large caps
Bonterra Oil & Gas	7,19%	Canada	exploration et production	Mid caps
Petrobakken Energy	6,08%	Canada	services pétroliers: production	Large caps
Canadian Oil Sands	4,93%	Canada	sables bitumineux	Large caps
Whiting Petroleum preferred 6.250%	4,74%	États-Unis	exploration et production	Large caps
Noble Corp	4,72%	États-Unis	services pétroliers : forage	Large caps
Smith International	4,69%	États-Unis	services pétroliers: diversifiés	Large caps
Bellatrix Exploration	4,59%	Canada	exploration et production	Mid caps
Entrepose Contracting	4,44%	France	Services pétroliers : construction	Mid caps

REPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF


Le prix du baril a à nouveau progressé ce trimestre, s'installant au-dessus des 80\$, alors que la reprise économique fait apparaître de manière de plus en plus criante les contraintes structurelles pesant sur l'offre. L'appétit de pétrole toujours plus grand en provenance d'Asie - les ventes de véhicules en Chine ont encore progressé de 72% au premier trimestre à 4,61 millions d'unités - est tel que selon les derniers chiffres de l'AIE, la demande mondiale de pétrole pourrait remonter dès 2010 sur son niveau record de 2007 ! Pour le reste du monde, l'impitoyable dynamisme asiatique est une source d'inquiétude car les perspectives de production indiquent qu'une partie importante de la demande va devoir être rationnée. Les Chinois, plus conscients de ce problème d'approvisionnement que quiconque, sécurisent des réserves pétrolières partout dans le monde, et viennent d'annoncer le rachat de 9% du capital de Syncrude, le plus gros producteur dans les sables bitumineux canadiens, pour 4,6 milliards de dollars. On estime que l'opération s'est faite sur la base d'un prix par baril de 90\$, indicateur de la prime que l'Empire du Milieu est prêt à payer pour sécuriser ses approvisionnements futurs.

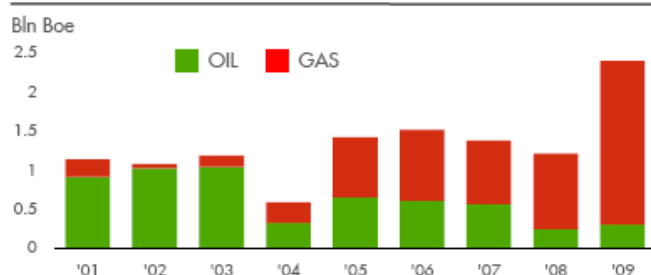


Dans ce contexte, notre stratégie n'a pas évolué, et nos investissements restent focalisés sur les sociétés qui bénéficieront de cette tendance structurelle au renchérissement des prix du pétrole. Ainsi les sociétés de service, dont l'importance dans le secteur pétrolier est croissante compte tenu de la complexification des techniques d'extraction des réserves, constituent structurellement une part importante du portefeuille. Du côté des producteurs, nous nous concentrons sur les sociétés produisant du pétrole - et évitons donc soigneusement les sociétés gazières - en privilégiant les sociétés disposant de réserves dans des pays politiquement stables. Par ailleurs nous fuyons les sociétés dont une part importante des capitaux employés est liée aux activités aval, comme le raffinage ou la pétrochimie, dont les fondamentaux souffrent terriblement du pétrole cher. Tous ces facteurs vont à l'encontre d'un investissement dans des majors dont les noms sont bien connus du public.

Nous avons suivi avec attention les plans stratégiques des majors présentés en ce début d'année. Elles affichent toutes des prévisions d'augmentation significative de leur production, ce qui, en première lecture, pourrait totalement remettre en cause l'hypothèse du Peak Oil. Ainsi, Exxon parle d'une croissance de 2 à 3% par an de 2009 à 2013, Shell de 3,5% jusqu'en 2012, Chevron de 1% par an jusqu'en 2014, puis même de 3 à 4% jusqu'en 2017 (!) et Total de 2% jusqu'en 2014. C'est à se demander si nous ne devrions pas plutôt fermer ce fonds et vous conseiller de placer votre argent sur d'autres supports !

La réalité est bien différente, et l'examen détaillé des perspectives des majors renforce nos inquiétudes sur la l'offre en pétrole pour les années à venir. Laissons de côté que la production des majors a systématiquement déçu au cours des dernières années et admettons que ces sociétés atteignent leurs objectifs. Une information capitale dans la compréhension du problème est que le monde pétrolier publie les chiffres de production en termes d'équivalent énergétique baril. En effet, les sociétés pétrolières ne produisent pas que du pétrole, mais aussi beaucoup de gaz, et utilisent cette façon commode de publier leurs chiffres de production, mélangeant les deux comme s'il s'agissait de produits substituables. Ce qui n'est absolument pas le cas d'un point de vue économique ! Ainsi, alors qu'un baril de pétrole est vendu 80\$, un baril équivalent de gaz est vendu moins de 30\$ en Amérique du Nord. Dans le passé, cette relation avait un certain sens, car gaz et pétrole avaient des applications communes et pouvaient se substituer l'un à l'autre, quand on produisait de l'électricité à partir de pétrole, par exemple. Aujourd'hui, cette possibilité a quasiment disparu. Le pétrole, majoritairement utilisé dans le transport, n'a pas vraiment de concurrent sérieux à ce jour, même si le monde travaille à l'élaboration de solutions alternatives. Le gaz est principalement utilisé dans la génération d'électricité. Conséquence, les prix des deux produits ont fortement divergé, conséquence de la rareté du pétrole, et de l'abondance de gaz. Mais revenons aux majors et à leurs plans de production. En réalité, même si toutes ne publient pas ce détail, l'essentiel, voire la totalité de la hausse de leur production vient du gaz, et pas du pétrole. Ainsi Chevron, qui table sur une augmentation globale de 17% entre 2010 et 2017, verra la part de gaz passer de 31% à 41% de sa production totale ! Ce qui signifie, que le groupe ne prévoit pas d'augmentation de sa production de pétrole sur les sept prochaines années. Sans plus de détails, Exxon ou encore Total ont également fait part de l'importance de leurs projets gaziers dans leur croissance future. Il ne devrait pas en être différemment pour Royal Dutch Shell, également victime de la crise des majors, dont les découvertes d'exploration se font de moins en moins dans le pétrole, et de plus en plus dans le gaz, comme le montre ce graphique, repris de leur présentation stratégique.

RESOURCE ADDITIONS





Même si le débat reste ouvert, nous ne blâmons pas ici les majors, dont la taille importante est confrontée tout simplement à la contrainte géologique. Le déclin des champs géants qu'elles ont découverts dans les années 70 et 80 doit être compensé par la production de réservoirs qui s'avèrent être de plus en plus petits, et insuffisants en nombre pour leur permettre d'augmenter leur production. Cependant, nombre d'opportunités existent pour des sociétés de plus petite taille, qui, malgré les difficultés du secteur dans son ensemble, parviennent à augmenter leurs réserves et leur production. C'est vers celles-ci que votre fonds oriente ses choix. A 80\$ par baril, nous trouvons beaucoup d'idées très intéressantes.

Les sociétés d'exploration et production

Au cours du trimestre, nous avons décidé d'arbitrer notre position dans **Petrobank Energy** vers sa filiale 100% canadienne, **Petrobakken**, en raison des meilleures opportunités que nous semble offrir le titre. Leader mondial dans l'application de la nouvelle technologie horizontale d'extraction de pétrole à son champ du Bakken, la société a dépensé plus d'un milliard de dollars au cours du trimestre pour constituer une position importante dans le Cardium, un champ canadien ayant émergé au cours des derniers mois. Nous pensons que la société sera capable de répéter l'impressionnant succès qu'elle a obtenu dans le Bakken et voyons ces acquisitions d'un très bon œil.

Nous avons également initié une position dans **Bellatrix Exploration**, qui, aux côtés de **Bonterra Oil & Gas**, a l'essentiel de ses réserves dans le Cardium. Ces deux sociétés devraient voir leur cours progresser au fur et à mesure que les investisseurs prennent confiance dans la capacité de la technologie d'extraction horizontale à améliorer les taux de récupération du pétrole en place.

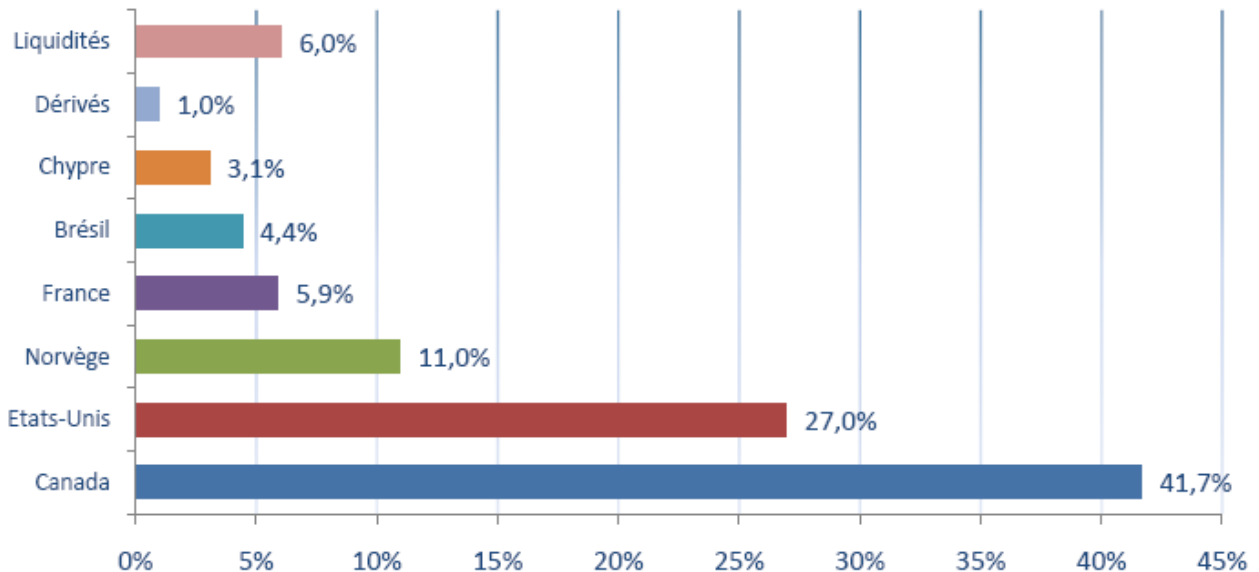
Enfin nous avons vendu nos titres **Maurel & Prom**. Au-delà des nombreuses déceptions qu'a rencontrées le groupe ces derniers mois, l'entrée du groupe au Nigéria ne répond pas à nos critères de risques évoqués plus haut. Par ailleurs, le titre **Petrobras** sort des dix premières positions en raison d'une performance moins bonne que la moyenne du portefeuille sur le trimestre.

Les sociétés de services

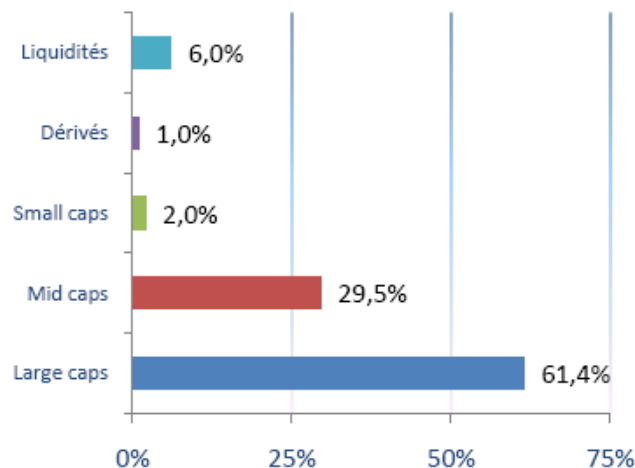
Le secteur a été marqué ce trimestre par un investissement important à 30\$ en **Smith International**, société de services pétroliers de très grande qualité concentrée sur le forage (fluides, cônes de forage, etc.), dans des activités à forte valeur ajoutée et fortes barrières à l'entrée. Alors que **Smith** bénéficiait avant la crise d'une prime de valorisation sur son secteur pour récompenser une croissance supérieure à ses pairs, la société est passée de mode à la suite de plusieurs déceptions du marché vis-à-vis de ses résultats trimestriels liées à une acquisition pertinente sur le fond mais faite au mauvais moment (juin 2008) en Amérique du Nord, le marché qui a ensuite le plus souffert de la crise. Quand nous avons acheté **Smith**, les analystes brûlaient ce qu'ils avaient adoré et étaient majoritairement sceptiques, avec des attentes très basses. Pourtant, si notre hypothèse de **Peak Oil** se vérifie, les pays dans le monde entier vont devoir augmenter très significativement leur activité de forage pour maintenir leur production ou en ralentir le déclin et **Smith** aura de nouveau une croissance supérieure à son secteur... c'est pour ces raisons que **Schlumberger**, qui était en partenariat avec **Smith** dans les fluides a décidé de lancer une OPA sur **Smith** en février à 45\$ par échange d'actions. Nous pensons que c'est une très bonne opération pour **Schlumberger** et conserverons donc nos actions **Schlumberger** reçues en échange.

Entrepose Contracting est également rentré dans nos premières lignes à la suite d'excellents résultats 2009 et surtout de la signature de nouveaux contrats de très grande taille qui vont faire changer la taille de l'entreprise. **Entrepose** profite pleinement de son adossement à **Vinci** et reste une magnifique entreprise de croissance gérée avec beaucoup de prudence. La valorisation nous paraît très basse à environ 10 fois l'année en cours.

Ces mouvements expliquent la sortie des premières lignes de **Transocean** dont la performance a été moins élevée. Nous avons également achevé de vendre nos **Fred Olsen** après un bon parcours notamment dans la baisse en 2008, les plates-formes de la société étant vieillissantes et ayant entraîné de nombreux surcoûts qui altèrent la génération de trésorerie.


REPARTITION GEOGRAPHIQUE DE L'ACTIF


La répartition géographique est le simple reflet de notre stratégie de stock picking et n'a pas fondamentalement évolué au cours du trimestre.

REPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION


Le fonds jouit d'une bonne liquidité, malgré sa petite taille, la plupart des sociétés le composant étant des grandes sociétés.

Utilisation de produits dérivés : nous avons eu recours à l'achat de Reverse certificate EUR/USD dans un but de couverture de notre exposition dollar pour 25% du portefeuille. Quasiment toutes les sociétés du portefeuille dépendent du niveau du baril et ont un chiffre d'affaires en dollar. Le portefeuille est donc exposé à presque 100% à une baisse du dollar. Nous pensons néanmoins que toute baisse du dollar sera compensée par une hausse du prix du baril, les pays producteurs n'acceptant pas que les États-Unis puissent ainsi réduire à bon compte leur facture énergétique. L'impact est alors neutre sur les sociétés d'exploration-production. Nous avons choisi néanmoins de couvrir partiellement cette exposition dollar parce que certaines sociétés du portefeuille notamment les foreurs (**Noble**, **Transocean**, etc...) ont des carnets de commande considérables libellés à des prix fixes en dollar sur plusieurs années (jusqu'en 2018 pour certains contrats). Dans leur cas, la baisse du dollar est un réel appauvrissement qu'il convient de couvrir.

Nous n'avons pas eu recours à d'autres produits dérivés dans votre fonds.