

Chers Amis Investisseurs,

Nous gérons désormais plus de 500 millions d'euros sur nos trois FCP. Pour la sixième année consécutive, nous avons obtenu de bons résultats, et nous avons collecté environ 200 millions depuis le 1er janvier. L'essentiel de cette collecte s'est fait sur Autour du Monde et nous nous en réjouissons. à l'international, il y a plus de liquidités sur nos valeurs favorites, et nous avons besoin d'élargir notre réseau d'information. La taille sera pour nous un avantage. Jusqu'à un certain point. Nous resterons vigilants.

Les marchés connaissent de nouvelles turbulences, et nos fonds cette fois-ci en ont souffert comme les autres. Les petites sociétés sont très attaquées, baissant la plupart du temps sans volume. Nous avons un peu de cash (on n'en a jamais assez dans ces périodes), des couvertures sur 10% des portefeuilles, et un bon positionnement sur l'industrie pétrolière qui devrait plus que résister avec un baril au-dessus de 75\$. Nous sommes sincèrement désolés du désagrément que pourrait vous causer la volatilité, mais de notre côté nous nous en réjouissons. Le marché nous offre parfois des opportunités d'achat surprenantes. Ainsi, en 2002, nous avons acheté des titres Ad Pepper aux alentours de un euro. Un prix cadeau, puisqu'il y avait près de 3 euros de cash par action ! En 2005 nous revendions vers 5 euros, pour voir le titre monter à plus de 12 euros l'an dernier ! Aujourd'hui, nous le rachetons à un peu plus de 3 euros. Un prix super soldé, comme au bon vieux temps : un peu plus cher que le cash à la banque, mais cette fois-ci, il n'y a plus de pertes, un savoir-faire et une expérience consolidés, et un business model validé. Surtout, le marché a oublié qu'Ad Pepper a vendu à Google une participation de 7,8% dans l'entreprise dMarc Broadcasting. Pour un prix modeste de 8 millions de dollars payé en 2006, mais assortis de success fees pouvant s'élever à plus 88 millions de dollars (soit plus de 1,5 fois la capitalisation d'Ad Pepper). dMarc Broadcasting est un des acteurs importants de la radio sur le Net, et il se trouve que Google fonde de grands espoirs sur cette entreprise. Ce qui augure des compléments de prix importants. Ainsi après 1,8 millions de dollars au 1er trimestre, 6,2 millions de dollars viennent d'être versés, et ce n'est qu'un début. Bien entendu, pour comprendre et analyser cette situation, il faut lire les rapports annuels d'Ad Pepper et de Google. Des informations trop improbables pour Monsieur Marché que nous remercions chaleureusement.

Pour remonter la pente, comme d'habitude, nous allons beaucoup travailler. Nous sommes désormais une équipe de huit professionnels de l'investissement. Depuis le 1er janvier, nous avons passé plus de « six mois homme » aux quatre coins de la planète, parfois dans des endroits très convenables entourés de Hedge Fund managers New-yorkais, la plupart du temps dans des endroits très improbables, comme des zones industrielles de Sao Polo ou Bangkok, des champs de pétrole Texans ou des fjords Norvégiens. Tous les jours, nous cherchons à apprendre ou progresser. Régulièrement, nous nous remettons en question, analysons nos erreurs, et essayons d'affiner notre processus décisionnel. Il s'agit d'un élément crucial, qu'il est toujours possible d'optimiser, mais qui est probablement une des forces de notre équipe. Par exemple, nous avons récemment investi dans la société Genesys, qui vend de la minute de conférence téléphonique. Non content d'avoir trouvé une belle entreprise sur un secteur en pleine croissance, nous avons désormais à notre disposition un formidable moyen de communication et d'organisation. Essayez-vous aussi, vous gagnerez du temps, de l'argent, tout en participant à la protection de l'environnement. Genesys offre le meilleur service, au meilleur prix, en vous évitant les embouteillages, le surbooking et les sandwiches SNCF.

---

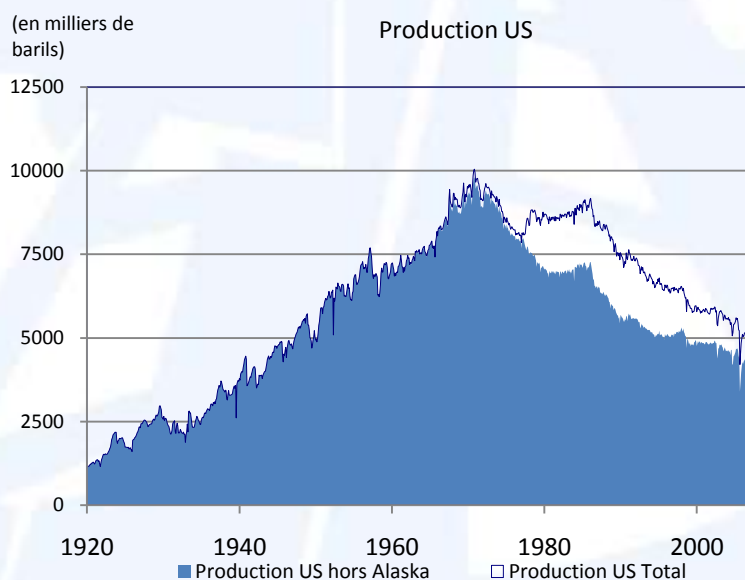
**SEXTANT PEAK OIL**


---

Depuis trois ans, vous le savez, nous nous intéressons de près à l'énergie. Nous vous avons souvent parlé du pétrole. Contrairement aux discours impérialistes des majors, des grands médias financiers et de l'Agence Internationale de l'Énergie, nous avons compris que les Saoudiens et autres Sud-américains d'origine suspecte avaient fait Harvard comme tout le monde, plus tard, certes, mais à temps tout de même pour savoir gérer un oligopole. Pour cette raison, et puisque les productions US et de la Mer du Nord sont en chute libre, que les chinois, pour ne citer qu'eux, ont le droit de polluer comme tout le monde et de plus en plus, nous avons parié que les cours du pétrole resteraient élevés, bien au-dessus des prévisions constamment revues en hausse par les analystes financiers. Nous nous sommes aussi intéressés au phénomène du Peak Oil.

**Retour sur le Peak Oil**

Dans les années 50, King Hubbert, géologue renommé de la Shell, démontra comment la production US atteindrait un pic en 1970. Or voici la production US de brut depuis 1920 :



Source Agence Internationale de l'énergie

Certainement plein de réussite, Hubbert avait cependant mis le doigt sur une évidence : pour produire du pétrole il faut d'abord le découvrir. Pour prévoir le niveau de production d'une région, il suffisait alors d'en relever les découvertes, puis d'agréger leurs plans de production avec un décalage de quelques dizaines d'années afin de tenir compte des délais de mises en exploitation.

**Le profil de production d'un champ**

Contrairement à ce qu'on pourrait croire, un champ de pétrole n'est pas un vaste lac souterrain rempli d'essence. Il s'agit plutôt d'un amas de roches plus ou moins poreuses, baigné par une huile plus ou moins visqueuse. Au-dessus de l'huile, il y a du gaz. En dessous, il y a de l'eau. Le tout étant soumis à

---

<sup>1</sup> Après sa démonstration, il fut prié de démissionner et d'aller prendre un poste de professeur d'université. Il est souvent interdit de réfléchir.



une formidable pression<sup>2</sup>. Si on pouvait vider un champ de pétrole comme une piscine, la production aurait ce profil :



Mais si vous vous êtes déjà abîmé les dents en tentant de boire du Breizh-Cola dans de la glace pilée, vous comprendrez pourquoi le profil de production d'un champ ressemble plutôt à ça :



Au début, vous pouvez boire goulûment, directement au verre. Lorsque la glace se rapproche dangereusement de vos lèvres, vous êtes obligés de prendre une paille pour pomper votre Mecca-Cola. Le flux de liquide diminue dans votre gorge. La glace fond. Moins il reste de Beuk-Cola<sup>3</sup>, plus il est mélangé à de l'eau. À la fin, vous avalez un affreux mélange d'eau chlorée, d'air et de Pétro-Cola, puis vous renoncez. Il reste encore pas mal de Coca dans votre verre, mais il est économiquement non buvable.

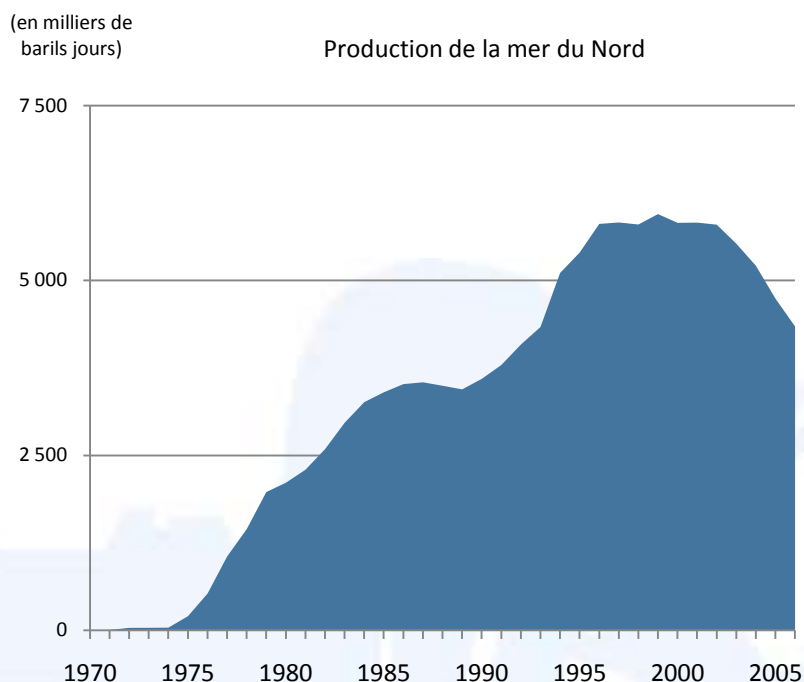
### **Le Peak Oil : un événement presque aussi banal qu'un déjeuner gras et indigeste chez Big Burger**

Le Peak Oil est un phénomène qui s'est déjà produit des milliers de fois. À l'échelle de simples puits, mais aussi de vastes régions, comme la France, les USA, la Grande Bretagne, le Mexique, une cinquantaine d'autres pays, ou de toute la zone de la Mer du Nord :

---

<sup>2</sup> Due aux milliers de tonnes de couches de roches, sels et autres composant du sol qui se trouve au-dessus.

<sup>3</sup> Beuk Cola : authentique Cola identitaire bretonnant. Vous trouverez la liste de tous les colas du monde sur le fantastique site Internet Wikipedia



L'accélération de la chute de production de la Mer du Nord est une très bonne illustration de ce que pourrait être le Peak Oil. En effet personne ne s'y attendait. Aujourd'hui encore la brutalité du phénomène surprend les plus grands spécialistes. Si Statoil annonce régulièrement des révisions en baisse de ses objectifs de production, c'est bien que cette société Norvégienne souffre de la rapidité de la déplétion de ses champs. Il n'y a donc rien d'illogique à penser que ce phénomène se produira bientôt à l'échelle de la planète. D'autant plus que King Hubbert, tout le monde peut se tromper, prévoyait un pic mondial de production pour l'an 2000.

---

#### LANCEMENT DE SEXTANT PEAK OIL

---

Aujourd'hui nous avons deux fortes convictions :

1. D'une part, le marché n'a pas encore pris en compte l'ampleur de la hausse du cours du brut dans l'évaluation des sociétés pétrolières. Comme en 2004, il accuse un temps de retard, et nous permet de refaire le même pari gagnant-gagnant qu'à l'époque. Puisque les analystes basent toujours leurs prévisions long terme sur celle des patrons des majors pétrolières (à ce jour un baril à 60\$), nous serons gagnants si le pétrole baisse fortement, se stabilise ou monte. Nous comptons sur l'intelligence de l'OPEP pour ne pas desserrer l'étau de l'oligopole, et éviter ainsi le scénario de l'effondrement des cours, en dessous de 60 \$.
2. D'autre part, nous estimons qu'il existe une possibilité non négligeable de voir les cours du baril progresser en moyenne de 10 à 20% par an à partir du niveau actuel de 90\$, voir de connaître une forte poussée de fièvre jusqu'à 120 ou 150\$ dès 2008.

C'est pourquoi nous lançons le FCP Sextant Peak Oil qui nous permettra de profiter d'une configuration d'investissement que nous jugeons tout à fait exceptionnelle. La philosophie est toujours la même : nous souhaitons investir dans l'énergie et nous donner tous les moyens pour devenir très expérimentés dans ce domaine. Il nous semble que lancer ce fonds est une bonne idée pour les vingt



prochaines années, et nous permettra d'être meilleurs pour la gestion des autres FCP Sextant. Nous allons investir personnellement sur Sextant Peak Oil, et nous vous proposons de le faire avec nous.

J'écris vous, car encore une fois nous créons ce fonds pour répondre à nos propres besoins, et en aucun cas pour profiter d'une mode pour lever des capitaux. D'ailleurs il n'y a aucune mode Peak Oil, la communauté financière n'en parle jamais, et nous prenons plutôt le risque de passer pour des illuminés. Vous pourrez vérifier par vous-même que les médias ne parlent pas de ce sujet plutôt politiquement incorrect, ou dénigrent ceux qui s'y intéressent. Tout est passé en revue pour expliquer la hausse des cours : le manque d'investissements de l'industrie pétrolière depuis dix ans, les capacités de raffinage insuffisantes (personnellement je n'ai jamais vraiment compris cet argument qui au contraire devrait réduire la demande, mais bon, je n'ai pas fait Harvard non plus. Si on produisait assez de brut léger, il n'y aurait pas de problème de raffinage, n'est-ce pas ?), la concentration des réserves dans quelques mains par ailleurs pas forcément amicales, une main d'œuvre âgée et trop peu de jeunes qui arrivent sur le marché (difficile à comprendre aussi quand on a fait le tour du campus de l'université de Calgary qui regorge d'étudiants de tout pays, mais je ne suis pas démographe), et enfin la baisse du dollar. Ce dernier argument est tout de même intéressant. Cela me rappelle le jour où j'ai compris pourquoi il fallait acheter de l'or. Au cinéma, avec mes petits neveux. C'est au moment où Charlie veut vendre son billet pour la visite de la Chocolaterie, afin de nourrir sa famille :

Charlie: « *We need the money more than we need the chocolate* »

Grand Pa: « *There is plenty of money out there. They print more everyday... But this ticket, there's only five of them in the whole world... and that's all there is ever going to be.... Only a dummy would give this up for something as common as money...Are you a dummy?* »

C'est idiot, mais depuis Grand Large a un peu d'or en portefeuille et s'en porte plutôt bien (avant de voir Charlie et la Chocolaterie, nous avions tout de même beaucoup réfléchi à l'or, mais parfois il faut un petit déclic pour prendre une décision). Donc je reviens au pétrole. Comme les tickets pour la Chocolaterie, le pétrole ne s'imprime plus. Les dollars, si. Donc les financiers achètent du pétrole et font monter les prix. Un bon argument, certes, mais si les Saoudiens pouvaient ouvrir franchement les vannes et imprimer du pétrole, comme le prétend Daniel Yergin, il n'y aurait plus de chocolat pour les spéculateurs.

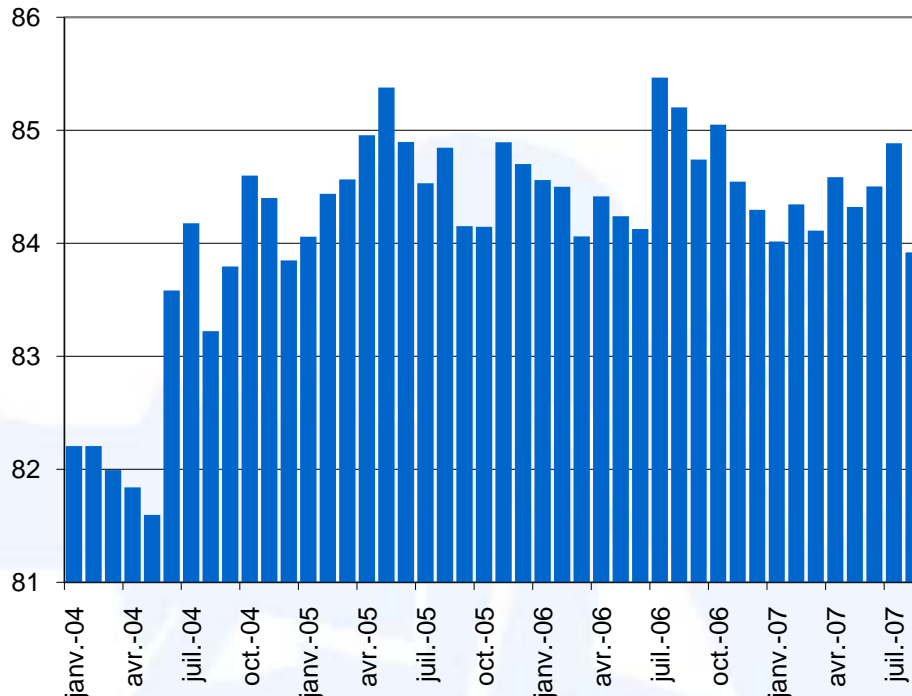
### **Pourquoi lancer Sextant Peak Oil aujourd'hui ?**

Les avis restent partagés sur la date du Peak Oil. Pour le CERA (Cambridge Energy Research Associates) de Daniel Yergin, il arrivera entre 2030 et 2040, suivi d'un long plateau de production. Bref, un scénario idéal pour les majors pétrolières. Pour Jean Laherrère, ce sera 2011. En réalité, la date réelle ne nous intéresse pas trop. Nous analysons plutôt les risques et les probabilités. Les risques économiques associés aux Peak Oil sont assez évidents. La consommation d'énergie et la croissance sont étroitement liées. Mais puisque cela n'est jamais arrivé, il y a aussi le risque de l'incertitude, personne ne sait réellement ce qui va se passer. Les probabilités d'une occurrence rapide, elles, se renforcent de jour en jour. Voici pourquoi :

1. La production de brut conventionnel a atteint un sommet en Mai 2005, à 74 millions de barils/jour (seulement un peu plus de 72 millions ces derniers mois !), tandis que la production totale d'hydrocarbures liquides plafonne depuis 2006 à environ 86 Millions de barils/jour :



**Production mondiale d'hydrocarbures liquides**  
Millions de barils / jour



2. L'OPEP refuse d'augmenter franchement sa production alors que les prix sont au ciel, en avançant des arguments plus ou moins compréhensibles. Inquiétant. D'autant plus que la consommation dans ces pays est en forte hausse, limitant d'autant plus leurs exportations.
3. De nombreux acteurs ont revu en forte baisse leurs prévisions de production mondiale maximale. Total parle ainsi de 100 millions de barils/jour, une très forte révision en baisse par rapport aux 120 ou 130 millions plus communément avancés.
4. Le marché ne fonctionne plus, puisque la hausse des prix n'entraîne ni hausse de production, ni baisse de la demande. En réalité, un marché où la production est limitée et la demande forte s'ajuste par les prix. Le Peak Oil n'entraînera jamais de pénurie. Vous pourrez toujours acheter de l'essence. Mais plus cher. Suffisamment pour que votre voisin décide d'échanger son ridicule 4x4 contre un scooter électrique.
5. Les économistes, qui savent toujours tirer des traits pour prolonger les tendances, sont optimistes et ne voient pas de Peak Oil à l'horizon.
6. Les géologues sont plus inquiets. Surtout ceux qui peuvent parler librement. Curieusement les membres de l'ASPO sont presque tous des retraités.
7. Le discours de l'Aramco est sans équivoque : il n'y a pas de problème, elle fera face à la hausse de la demande mondiale. Celui de son ancien patron de l'exploration-production, à la retraite depuis trois ans, est nettement plus prudent. Voire alarmant. Selon Sadad Al-Husseini, la production de l'Arabie Saoudite ne dépassera pas les 12 Millions de barils/jours, contre 9 millions en moyenne en 2007. Or ce pays a toujours été le grand régulateur du marché. S'il ne peut plus augmenter sa production, il faudra faire d'immenses découvertes dans d'autres régions du monde. Au Pôle Nord peut-être ? Sale. Et cher.

Avec Sextant Peak Oil, nous voulons faire un pari gagnant-gagnant. Il ne s'agit pas de tout miser sur un Peak Oil en 2005 et un baril à 200\$ l'année prochaine. Mais d'être prêts à toutes les éventualités.



Le marché nous offre une belle marge de sécurité. Il ne croit pas au Peak Oil. Les entreprises pétrolières sont valorisées avec un baril à long terme entre 50 et 70 \$. Nous pouvons refaire le même pari gagnant-gagnant qu'en 2004 : si ça monte, je gagne, si ça reste au même niveau, je gagne, si ça baisse fort je gagne, si ça s'effondre c'est que les patrons de l'OPEP sont complètement idiots ou que l'on a maîtrisé la fusion nucléaire avec 40 ans d'avance. Or les Saoudiens ont fait Harvard depuis longtemps, et la fusion nucléaire est un sujet de science-fiction. Mais tout de même, si vous pensez que les cours du pétrole peuvent retomber à moins de 60 dollars durablement, n'achetez pas notre fonds, cela ne se passera pas très bien.

Bien entendu nous ne nous limiterons pas à l'industrie de pétrole. Mais à toutes les entreprises qui pourraient profiter du Peak Oil. L'énergie renouvelable est un secteur évident, mais difficile pour nous. Il s'agit la plupart du temps d'entreprises « high tech », et on ne se sent pas très à l'aise dans ce domaine. Mais il y a aussi l'isolation, les trains, les voitures électriques, les conférences téléphoniques, les industries relocalisables...

### **Le Peak Oil : une chance pour l'humanité ?**

Il y a de nombreuses thèses alarmistes à propos du Peak Oil. Désindustrialisation, appauvrissement général, guerre pour l'énergie... Nous sommes plus optimistes. Nous pensons au contraire que le baril de pétrole à 100 euros serait une chance pour l'humanité. Pour le bien de nos enfants, il faut que le baril (et Sextant Peak Oil) monte au ciel. Les intérêts du business et de la sauvegarde de la planète seraient alignés. Des millions d'emplois seraient créés, dans l'industrie, l'agriculture, la recherche. Le formidable livre de Maximilien Rouer et Anne Gouyon, « Réparer la Planète », nous offre un scénario optimiste de ce que pourrait être un monde post Peak Oil. Si vous possédez quelques oeuvres d'art surévaluées et inutiles dans votre salon, vendez les, et partez planter des arbres dans le désert. Je ne sais pas trop comment faire, en bourse en tout cas, mais j'adore les arbres, les déserts, et les projets à long terme. Si vous avez une âme de jardinier, que vous aimez les voyages et l'aventure, passez moi un coup de fil. Chez Amiral Gestion on adore les projets amusants où on peut gagner beaucoup d'argent à la fin. Planter des arbres dans le désert est un pari certes très risqué. Mais l'idée serait de remplacer la notion de don par une notion de risque insupportable dans un autre contexte. On y réfléchit.

---

### **LES RISQUES SUR SEXTANT PEAK OIL**

---

Il est important que vous connaissiez les risques associés à ce fonds :

- Les valeurs pétrolières sont très volatiles. Le FCP sera donc très probablement très volatile. Des variations de 3 à 4% du secteur dans la journée sont très fréquentes. Par valeur, les réactions aux nouvelles sont aussi très violentes. Un retard dans un projet, des coûts plus élevés que prévu, ce sont très vite des centaines de millions de dollars qui sont en jeu. Les incertitudes à court terme sont toujours fortes.
- Nous n'avons jamais géré un fonds de ce type et nous ne nous considérons pas comme des spécialistes de l'énergie. Nous avons su trouver une dizaine d'entreprises très performantes depuis trois ans, mais gérer un FCP spécialisé demande plus d'expérience. Comme sur Autour du Monde, nous espérons très vite progresser.
- Nous avons plutôt raté le secteur des énergies renouvelables, malgré un intérêt marqué depuis 2003 et de très bons investissements dans Semapa au Portugal et Séchilienne en France. Nous avons bien conscience du phénoménal potentiel de croissance de ce secteur, mais nous avons raté les points d'entrés. Aujourd'hui les plus belles entreprises se payent plus de soixante fois



les résultats, et nous ne savons plus les valoriser. Vous prenez donc le risque avec ce fonds de rater une éventuelle forte hausse du secteur des énergies renouvelables.

- Dans le même esprit, l'humanité pourrait prendre brutalement pleine conscience du risque du réchauffement climatique, et se lancer dans un effort de recherche et de développement industriel sans précédent sur l'énergie renouvelable. En réalité, le mouvement est déjà lancé, soutenu par de formidables visionnaires et businessmen (Al Gore associé à Kleiner Perkins, les fondateurs de Google...). Il est alors possible que l'industrie des énergies fossiles soit rendue obsolète par des technologies moins onéreuses et/ou plus propres et que nous ne soyons pas capables de reconnaître à temps la valeur de ces innovations.
- De nombreux analystes et stratèges parmi les plus brillants pensent que le baril devrait fortement corriger à la baisse dans les prochains mois. D'ailleurs les cours viennent de perdre une dizaine de dollars en quelques jours.
- Nous pourrions faire une performance inférieure aux divers indices liés à l'énergie. Nous ne connaissons d'ailleurs absolument pas leur composition. Nous allons gérer ce FCP comme nous le ferions pour notre propre portefeuille. Il est fort possible qu'il y ait beaucoup de cash lors des premiers mois, comme cela a été le cas pour Autour du Monde. En effet, nous allons prendre notre temps pour saisir de bonnes opportunités.

Si malgré tout vous souhaitez investir avec nous sur Sextant Peak Oil, nous en serions ravis. Bien sûr, nous pensons que vous prendriez une très bonne décision. Le Peak Oil sera un des événements les plus importants de l'ère industrielle. Il pourrait radicalement changer nos habitudes et le fonctionnement de l'économie. Nous pensons qu'un investisseur long terme ne peut pas aujourd'hui se désintéresser de ce sujet. Chez Amiral Gestion, nous serons prêts.

A bientôt

François