



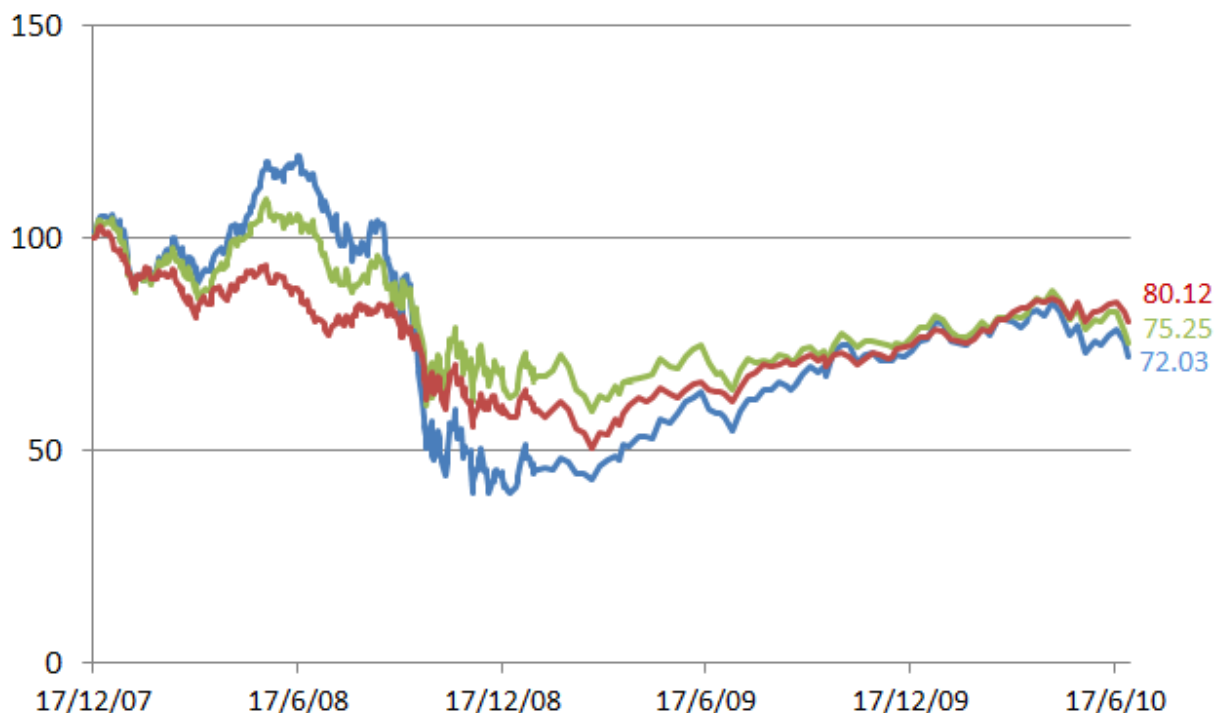
Sextant Peak Oil Rapport de gestion du deuxième trimestre 2010

PERFORMANCES

Performances					
	1 an	2 ans	2010	2009	2008
Sextant Peak Oil	22,88%	-37,34%	-5,24%	73,18%	-57,92%
MSCI World AC (en euros)	25,56%	-3,10%	4,75%	28,04%	-40,99%
MSCI World AC Energy (en euros)	9,93%	-27,64%	-4,27%	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.

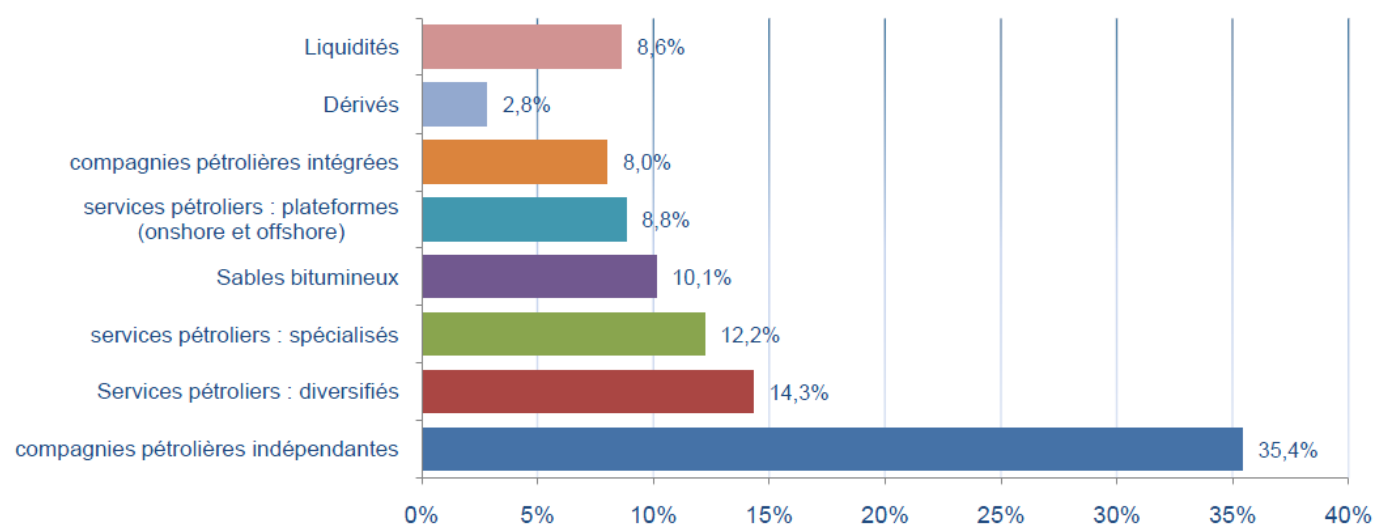
— Sextant Peak Oil
 — MSCI World Energy en euros
 — MSCI World AC converti en euros



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 30 JUIN 2010

Libellé	% de l'actif net	Pays	Secteurs	Taille de capitalisation
Petrobakken Energy	7,32%	Canada	services pétroliers : spécialisés	Large caps
UTS Energy Corp.	7,15%	Canada	sables bitumineux	Mid caps
Bellatrix Exploration	7,10%	Canada	compagnies pétrolières indépendantes	Mid caps
Bonterra Energy Ord	6,54%	Canada	compagnies pétrolières indépendantes	Mid caps
Whiting Petroleum preferred 6.250%	5,17%	États-Unis	compagnies pétrolières indépendantes	Large caps
Halliburton CO	4,87%	États-Unis	services pétroliers : diversifiés	Large caps
Schlumberger Ltd.	4,75%	États-Unis	services pétroliers : diversifiés	Large caps
Entrepose Contracting	4,64%	France	services pétroliers : spécialisés	Mid caps
Smith International	4,63%	États-Unis	services pétroliers : diversifiés	Large caps
TGS Nopec Geophysical CO ASA	4,53%	Norvège	services pétroliers : spécialisés	Mid caps

REPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF


La valeur de Sextant Peak Oil a reculé de 10% ce trimestre, en parallèle avec le recul du prix du baril, passé de 84 à 76\$.

Trois grands thèmes expliquent l'évolution du fonds sur la période. Tout d'abord, le prix du baril a reculé en raison des inquiétudes sur les dettes souveraines en Europe qui ont fait craindre une rechute économique mondiale. A cela s'est ajouté le tragique accident et la marée noire dans le golfe du Mexique, qui ont fortement impacté le cours de bourse des entreprises concernées par le forage en eaux profondes, en particulier certaines sociétés de services présentes en portefeuille. Enfin, et à l'inverse des deux phénomènes précédents, le recul de l'euro a eu un impact favorable sur la performance.

Si votre fonds ne détenait pas de titres des partenaires impliqués dans le puits (BP, Anadarko et Mitsui), ou de producteurs dans le golfe du Mexique, les sociétés de services, qui ont souffert du moratoire sur le forage décidé



par l'administration américaine, constituaient et constituent toujours une part significative du portefeuille. Face à l'ampleur de la catastrophe, son aspect apparemment immaîtrisable, et les poursuites judiciaires qui s'ensuivront pour les responsables, la réaction des marchés a été extrêmement violente et, dans les premières semaines, peu discriminée. C'est ainsi que nous avons assisté à des chutes de plus de 50% sur des sociétés directement impliquées, telles que BP, Anadarko, ou encore Transocean, le propriétaire de la plateforme. Toutefois, après la décision par l'administration américaine d'interdire tout nouveau forage en eaux profondes pour une durée de six mois, d'autres titres comme Halliburton et Schlumberger, sociétés de services très diversifiées dont une part très réduite des revenus vient du golfe du Mexique, ont chuté d'un tiers ; Noble, détenteur de plateformes, a reculé de 45% et TGS, société d'études sismiques, a chuté de 39%.

La presse mondiale a beaucoup parlé de la faillite de BP ou de l'interdiction *ad vitam aeternam* du forage dans le golfe du Mexique voire ailleurs dans le monde. Nous ne pensons pas qu'une telle extrémité soit une solution envisageable pour les responsables politiques. Il est certain que les implications réglementaires de cette marée noire seront très élevées, et que la facture sera coûteuse pour BP et éventuellement pour d'autres responsables que la justice aura fini d'identifier dans de nombreuses années. Obtenir des permis de forage sera plus long, les précautions de forage plus contraignantes, la législation contraindra peut être les sociétés de petite taille à renoncer à l'offshore profond, et on pourrait forcer tout acteur dans la zone à participer à un fonds de précaution, renchérissant ainsi le coût du forage.

Si le monde regorgeait de pétrole identifié et économique aux cours actuels, l'administration Obama aurait peut-être eu l'option d'interdire indéfiniment le forage au large de ses côtes. Mais si BP et les autres vont chercher du pétrole si loin des côtes et si profondément sous le niveau de la mer (l'offshore profond a représenté 40% des découvertes mondiales de pétrole ces dernières années), c'est précisément parce que le pétrole facile à exploiter est devenu rare, alors que le monde en veut toujours plus et que la dépendance envers les pays du golfe ne cesse de croître. Alors que la production en eaux profondes représente 30% de la production américaine et l'un des deux piliers de l'économie de la Louisiane, nous sommes de l'avis que le moratoire sera de durée limitée, et que l'activité dans le golfe du Mexique pourra reprendre prochainement, même s'il faudra certainement du temps avant qu'elle ne retrouve sa vitesse de croisière. L'industrie va notamment devoir trouver une solution technique permettant de remédier rapidement à un accident du même genre, ce à quoi elle travaille déjà.

Cette nouvelle difficulté à laquelle est confrontée l'industrie mondiale pour maintenir sa production est un élément additionnel en faveur du renchérissement du prix du pétrole dans les années à venir. Dans ce contexte, nos positions importantes dans les producteurs de pétrole *onshore*, dans des pays stables et au risque géologique faible, bénéficieront de cette tendance dans les années à venir.

Les sociétés d'exploration et production

En fin de trimestre, alors que la panique et la volatilité atteignaient des niveaux excessifs sur le titre **BP**, nous avons mis en place trois opérations simultanées. Nous avons tout d'abord acheté des titres BP pour l'équivalent de 3% du fonds. La capitalisation boursière du groupe avait chuté de 100 milliards de dollars, ce qui apparaissait être un niveau extrême quant à la facture que devra payer le groupe britannique. La plupart des gens parlaient de faillite, ce qui est très difficilement envisageable alors que les opérations du groupe vont générer 30 milliards de dollars de résultat cette année, et surtout que les indemnités ne seront pas versées avant des années, le temps que la justice détermine les responsabilités de chacun. Nous avons également vendu des options de vente à un cours de 240 pence. Cette opération nous obligerait à acquérir des titres à 240 pence pour 3% du fonds si le titre chutait sous ce niveau (on cotait alors 349 pence). S'il était difficile d'envisager une baisse à ces niveaux, nous aurions été heureux d'acheter du BP à un prix encore plus bradé, et surtout, nous sommes très bien rémunérés pour prendre ce « risque ». Enfin, nous avons vendu des options d'achat à 400 pence, opération qui nous forcera à vendre les actions BP que nous avons en portefeuille si le titre dépasse ce niveau à l'échéance en décembre de cette année. Tout ceci peut paraître complexe, mais peut se résumer de manière simple. Les



ventes d'options nous ont permis d'acheter du BP à un prix plus bas que le niveau déprécié où il était tombé en vendant de la volatilité à des niveaux exceptionnels. L'opération devrait bénéficier du retour à une situation moins extrême sur le titre. Notons qu'en possédant les titres BP en portefeuille, nous n'avons mis en place aucune opération de levier.

A la faveur de la baisse des marchés en mai, nous avons renforcé notre position dans **Bellatrix Exploration**. Cette société, qui produisait historiquement du gaz et a frôlé la faillite en 2009, a été reprise et totalement désendettée par une nouvelle équipe de direction. La société est totalement différente aujourd'hui, et a, de surcroît, découvert dans son portefeuille une concession prometteuse dans le Cardium, un champ de pétrole canadien très convoité. Cette seule concession pourrait valoir significativement plus que le cours de bourse actuel selon des hypothèses conservatrices. Suite aux acquisitions effectuées au cours du trimestre, la ligne représente désormais 7,1% du portefeuille.

Nous avons renforcé notre ligne en **Gran Tierra Energy**, présente de longue date dans le portefeuille, et qui représente désormais 3% du fonds. La société a investi lourdement au cours des deux dernières années dans le développement de son champ colombien de Costayaco, vache à lait qui va lui permettre désormais d'augmenter considérablement son budget d'exploration, très peu valorisé dans le cours de bourse au moment de notre achat. Ses licences offrent de belles opportunités, à la fois à risque faible, à proximité de découvertes, ou à risque plus élevé, dans des endroits vierges d'exploration mais à très fort potentiel. Ce programme d'exploration a bien démarré, avec l'annonce du succès d'un premier puits, à 5km au nord de Costayaco.

Nous avons, en parallèle des acquisitions citées ci-dessus, allégé notre position en **Canadian Oil Sands** et vendu nos titres **Suncor**.

Les sociétés de services

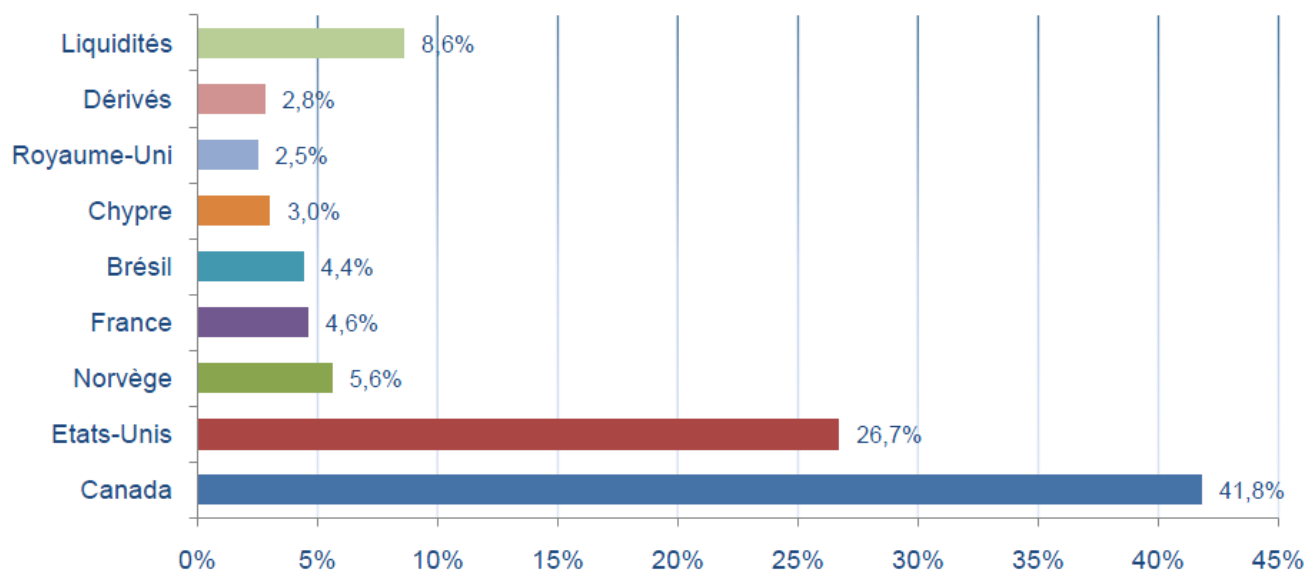
La marée noire nous a conduits à effectuer plusieurs arbitrages du côté des services. A un moment extrême de panique sur les services pétroliers, le titre **Transocean**, propriétaire de la plateforme impliquée dans l'accident et dont toute l'activité est liée au forage offshore, avait autant reculé que le titre **Halliburton**, dont les revenus sont liés pour moins de 10% à cette activité. Cette dernière dispose d'une envergure mondiale et diversifiée par ligne de services. On pourrait même argumenter que le pétrole non produit dans le golfe du Mexique devant bien l'être autre part, l'activité perdue dans le golfe serait récupérée sur les autres régions du globe. Nous avons donc décidé d'arbitrer notre ligne Transocean pour des titres Halliburton. Bien nous en a pris puisque, le marché reprenant ses esprits, le différentiel de performance s'élève à 22% en fin de trimestre. Nous avons par ailleurs renforcé nos positions en **Schlumberger**, pour les mêmes raisons. Malgré la baisse, nous restons prudents sur le titre Transocean en raison à la fois des risques juridiques pesant sur le groupe, et également en raison de l'endettement du groupe qui pourrait poser problème dans le cas où certains de ses clients parviendraient à renégocier les contrats signés avec la société.

En revanche, nous conservons nos positions en **Noble Corporation**. La société effectue le même métier que Transocean, sans pour autant souffrir du risque juridique ni du risque de liquidité puisqu'elle est en situation de trésorerie nette positive. Fin juin, la société a su utiliser cette force de frappe en annonçant l'acquisition pour 2,2 milliards de dollars d'une société non cotée disposant d'un portefeuille de plateformes de bonne qualité. Suite à l'opération, la société dispose d'un carnet de commande qui lui permettra de générer 7,5 milliards de dollars de trésorerie après impôt au cours des prochaines années, soit un niveau proche de la capitalisation boursière actuelle (8 milliards). De plus, les plateformes ont également une valeur au bilan de huit milliards de dollars. La société est très bien positionnée pour bénéficier à la fois de la levée du moratoire sur le forage dans le golfe du Mexique et, de manière plus générale, de l'augmentation structurelle du marché du forage en eaux profondes au cours des prochaines années.



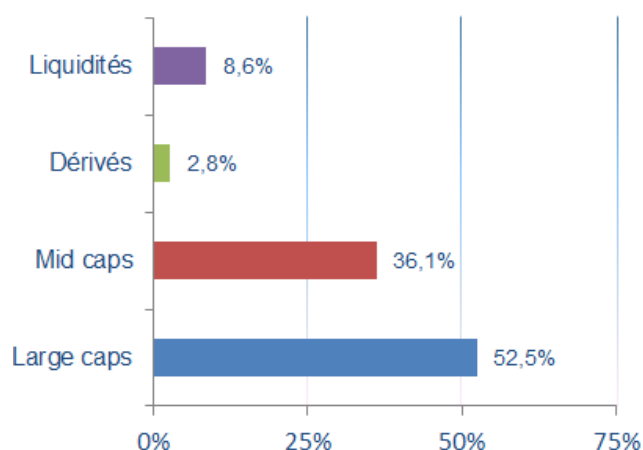
Enfin, nous avons fortement allégé notre position en TGS quand nous avons compris que cette marée noire prenait une mauvaise tournure. 30% de l'activité de la société d'études sismiques est en effet réalisée dans le golfe du Mexique, et nous avons immédiatement considéré le scénario du pire. Le niveau actuel nous semble en revanche déjà prendre en compte ce scénario, et nous pourrions prochainement revenir fortement à l'achat sur le titre.

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 bénéficie 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...**) 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.