

Long Term Investment Fund

Les différents fonds ont plus ou moins maintenu leur valeur liquidative par action au cours du quatrième trimestre de 2005, en commençant par une chute au mois d'octobre, et ils se sont largement repris au cours des deux mois suivants. Les résultats annuels sont indiqués dans le Tableau 1, l'indice MSCI World Index, en euros, permettant d'effectuer une comparaison. Les Figures 1, 2 et 3 illustrent graphiquement ces résultats. Nous n'avons donc pas inclus dans ces graphiques la Stability Series qui n'a que quatre mois d'existence.

Le total des encours sous gestion s'établit à 189 millions. Ils sont répartis comme suit : 93,1 millions pour le fonds Classic, 55,2 millions pour le fonds Alpha, 3,7 millions pour le fonds Stability et 37,3 millions pour le fonds Global Energy Value.

Commentaires sur la performance des fonds

Comme nous l'avons répété dans presque toutes les lettres d'information, la performance qui compte réellement est celle de nos sociétés et non pas celle des actions. Dans cette optique, le mois d'octobre pourrait sembler être un mauvais mois mais il ne l'est pas en réalité : nos participations ont enregistré d'assez bons résultats, tout du moins ils n'ont pas été inférieurs à ceux du mois de septembre. Mais nous savons que, sur le long terme, les deux performances finissent par se rejoindre. Examinons leur évolution au cours de l'année 2005.

Le chiffre le plus important pour un investisseur, c'est la plus-value qu'il va dégager sur ses investissements. Au cours de l'année 2005, les sociétés que nous détenons ont rapporté un peu plus de 20 € par action du fonds (par exemple la série Classic). Ceci représente une amélioration de plus de 17 % par rapport aux bénéfices réalisés en 2004. Le ratio global cours/bénéfice est inférieur à 9. Par conséquent, quelqu'un qui aurait acheté une action du fonds LTIF à 100 € en 2002 dégagerait un rendement de 20 % sur son investissement en tout juste quatre ans. Et, ce qui est encore mieux, c'est que ces bénéfices continuent de croître à un rythme annuel de 20 %. Tant que ces bénéfices continuent de croître et que le ratio cours/bénéfice ne monte pas trop, les investisseurs sont assurés de récolter des rendements futurs excellents, quelle que soit la performance des marchés. En cas de chute brutale des marchés, il se peut néanmoins que nos actions soient entraînées dans leur sillage – comme cela s'est produit en 2002. Mais, sur le long terme, les bénéfices et le cours des actions se rejoignent. Il est intéressant de constater que le bénéfice par action du fonds a augmenté d'environ 20 % par an, tout comme le cours des actions du fonds. Bien que ces chiffres soient volatils (-7 % en 2002, +42,83 % cette année), à cause de l'instabilité des marchés, les chiffres finissent néanmoins par converger.

Figure 1
LTIF - Classic

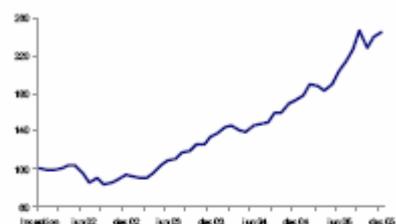


Figure 2
LTIF - Alpha Series

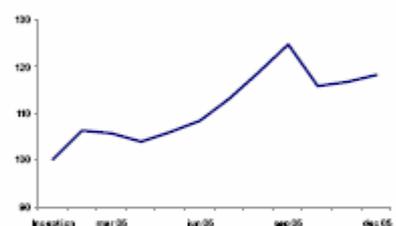


Figure 3
GEVF

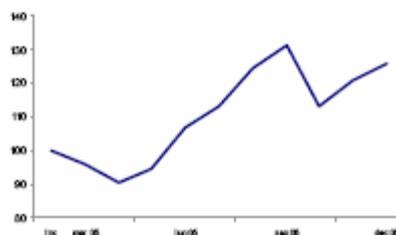


Tableau 1 : Résultats annuels

	VL	Δ décembre	Δ 3 mois	Δ 12 mois	Δ 2005
LTIF - Classic	245.44	2.69%	-0.56%	42.83%	42.83%
LTIF - Alpha	118.22	1.39%	-5.07%	NA	18.22% ¹
LTIF - Stability	100.45	1.68%	-0.72%	NA	0.45% ²
GEVF	126.13	4.38%	-4.14%	NA	26.13% ³
AC MSCI World Index	92.083	2.41%	5.62%	27.72%	27.72%

¹ Depuis février 2005 – ² Depuis septembre 2005 – ³ Depuis mars 2005

Naturellement, si vous commencez par payer un prix très élevé pour vos actions, cette convergence de performances n'aura pas lieu : les bénéfiques seront en hausse mais pas le prix des actions parce que les bénéfiques ne font que « rattraper le niveau » (c'est ce qui s'est passé pour les marchés américains pendant plusieurs années maintenant).

Inversement, si les actions sont achetées à un prix anormalement bas, la hausse des actions sera supérieure à celle des bénéfiques (voir l'exemple du Brésil et de la Corée cette année). Nous essayons donc d'acheter des actions qui enregistrent un taux de croissance de bénéfiques relativement bon, qui sont cotées à des prix relativement bas. Par conséquent, le prix de nos actions devrait augmenter légèrement plus vite que les bénéfiques sous-jacents sur le long terme. C'est ce qui s'est passé en fait au cours des quatre dernières années.

Les liquidités représentent un autre outil d'évaluation implacable de nos plus-values. Nos actions ont rapporté pratiquement 7 € en dividendes cette année. À nouveau, pour une personne qui aurait investi en 2002, ceci représente déjà un rendement en liquidités de 7 % par an, avec un taux de croissance annuel de 20 %.

Un point important est que cette performance a été réalisée pendant une année au cours de laquelle les encours sous gestion sont passés de 37 M€ à 189 M€, ce qui signifie qu'ils ont été multipliés par cinq. Il ne fait aucun doute que tout bon programme d'investissement comporte des limites, que nous atteindrons très certainement, peut-être assez vite d'ailleurs. Mais il ne semble pas que nous ayons déjà atteint ce stade. Nous sommes convaincus que les encours sous gestion peuvent toujours augmenter de manière substantielle sans pour autant peser sur la performance. La plupart des sociétés dans lesquelles nous avons investi sont après tout assez grandes pour intégrer des positions plus importantes sans que cela pose un problème. Mais nous ne serions pas du tout surpris de devoir clôturer les fonds d'ici à quelques années. Par ailleurs, notre objectif n'est pas, et n'a jamais été, d'atteindre une certaine taille de fonds mais de maintenir un rendement annuel minimum de 15 % pour nos investisseurs. La taille est une variable résiduelle pour nous et nous la limiterons dès que nous estimerons qu'elle peut nuire à la performance.

Commentaires sur notre portefeuille

Au cours de l'année 2005, nous avons ajouté à notre portefeuille une série de participations qui ont permis de le diversifier encore plus et qui l'ont doté, à notre avis, d'une capacité plus importante de génération de bénéfiques.

Bien que nous appliquions toujours notre stratégie, qui consiste à se centrer sur 20 à 25 positions, nous prenons souvent, comme nous

l'avons expliqué auparavant, des « sous-positions ». Par exemple, nous détenons plusieurs sociétés canadiennes de sables bitumineux. L'idée de base est qu'elles constituent une seule position car leurs performances sont étroitement corollées. Mais nous préférons la protection supplémentaire contre les risques opérationnels qui est offerte par la détention de plusieurs sociétés regroupées sous une seule position.

- Nous avons créé de nouvelles positions dans trois domaines miniers : **cuivre, nickel et fer**. Bien que chacun de ces métaux corresponde à un profil d'investissement différent, une grande partie des analyses effectuées sur le pétrole s'appliquent également à ces métaux : des décennies de sous-investissement et une demande croissante simultanée ont finalement abouti à une situation dans laquelle il est très difficile de répondre aux besoins mondiaux. Cette situation est loin d'être transitoire car le développement d'une mine de nickel sur un « champ vert » (en partant de rien) prend environ dix ans. Il nous semble que ces analystes, qui partent de l'hypothèse que les prix sont trop élevés et vont bientôt se replier vers leurs moyennes historiques, oublient les énormes difficultés auxquelles les sociétés sont confrontées, par exemple lorsqu'elles doivent créer des infrastructures de transport, et que celles-ci sont inexistantes au départ, respecter des réglementations environnementales de plus en plus draconiennes ou doivent traiter de manière équitable avec les populations locales.

En plus de ces producteurs de minerais de base, lesquels représentent environ 15 % du fonds, nous avons ouvert des positions dans le secteur de l'assurance/réassurance, du raffinage, des producteurs sous contrat et des transformateurs de viande de volaille.

- L'activité de **réassurance** a connu une année terrible après les pertes énormes provoquées par les ouragans qui ont affecté les États-Unis. En fait, de nombreuses sociétés de taille moyenne vont clore l'exercice avec de légères pertes. Cette situation a entraîné une forte augmentation des primes d'assurance et de réassurance pour 2006. Nous pensons que nous étions en mesure d'acheter au plus bas du cycle d'un secteur qui est relativement rentable sur le long terme et dont le cycle est complètement décorrélé de celui de l'énergie/des métaux de base, ce qui ajoutait une valeur supplémentaire à notre portefeuille.
- Les sociétés qui **raffinent** le pétrole en des produits utiles comme l'essence, le fioul domestique et le carburant d'aviation profitent également de la croissance de la demande et d'une offre limitée. Aucune raffinerie n'a été construite aux USA au cours des trente dernières années mais la demande a doublé. Jusqu'à l'année dernière, des expansions réalisées sous forme de consolidations d'installations existantes, et l'absorption de la capacité excédentaire (qui est responsable du plus bas niveau de rentabilité jamais enregistré par toutes les sociétés concernées) a permis au secteur de satisfaire l'augmentation de la demande. Il n'existe plus aucune capacité excédentaire et les raffineries tournent au maximum. En ajoutant à cela les nouvelles contraintes environnementales, les marges des raffineries atteignent des records historiques... et elles vont probablement rester à ce niveau. Il est difficile d'envisager comment la demande pourrait chuter ou l'offre augmenter au cours des prochaines années. En fait, la construction de nouvelles raffineries est tellement compliquée dans les pays occidentaux

qu'elle se fera, à l'avenir, à proximité des installations de production de brut, c'est-à-dire dans les pays du Golfe Persique, à partir desquels des produits distillés peuvent être exportés. Ceci coûtera cher – car le pétrole raffiné est plus difficile à transporter et à stocker que le pétrole brut - et cela ne se fera pas en un jour. Entre-temps, nous détenons des participations très rentables qui génèrent d'énormes liquidités et dont les actions se vendent à des prix très bas.

- Les **producteurs « sous contrat »** sont des sociétés qui fabriquent l'ordinateur sur lequel vous êtes en train de lire la présente lettre d'information ou l'imprimante sur laquelle vous l'avez imprimée. Ils ont tendance à être implantés à Taiwan, Singapour, en Malaisie ou en Thaïlande alors que leurs usines se situent de plus en plus en Chine. Leur développement est basé sur des coûts très bas et la bonne qualité de service qu'ils sont en mesure d'offrir à leurs clients, de grandes sociétés informatiques comme IBM, Apple et Toshiba. Les sociétés elles-mêmes ne sont pas très connues, leurs actions ne sont pas chères et le taux de croissance global de leur secteur est bon. En outre, de plus en plus de sociétés des pays occidentaux (et du Japon) externalisent leurs activités de fabrication. Leur rentabilité n'est pas énorme, du fait qu'elles ne parviennent pas à se démarquer facilement les unes des autres, et leurs clients ne leur laisseront jamais l'opportunité de dominer le secteur. Mais elles peuvent néanmoins représenter une source de plus-values décentes et payer un bon montant de dividendes.
- Traditionnellement, les titres des **producteurs de viande de volaille** se sont échangés à des prix bas car ces sociétés ne sont pas très connues, du fait de leur petite taille relative, à l'exception d'un ou de deux leaders présents sur le marché. De plus, les actions des producteurs américains sont maintenant en baisse, sur fond de grippe aviaire et de craintes de baisse de consommation pour le poulet. La vérité, c'est que le prix du poulet est en baisse aux États-Unis mais que, à l'échelle mondiale, la tendance de la demande est à la hausse et, aux prix actuels, ces sociétés pourraient bel et bien nous offrir la rentabilité de 15 à 20 % que nous recherchons.

Enfin, nous aimerions dire quelques mots sur la principale position de notre fonds, l'énergie, qui représente 21 %.

Au cours de l'année 2005, le prix du pétrole a monté de plus de 50 %, ce qui a déconcerté les experts qui avaient affirmé, comme si c'était une évidence, que le prix reviendrait rapidement à 30 \$ le baril au grand maximum, dès la disparition de la « prime de terreur ». En réalité, le pétrole a clôturé l'année à plus de 60 \$... Comme nous l'avons répété à maintes reprises (voir notre lettre d'information du mois de juillet 2005), nous ne voyons pas comment le prix du pétrole pourrait se stabiliser en dessous des prix actuels vu le mécanisme intrinsèque de l'offre et de la demande. Et, avec un cours du pétrole à ce niveau, nos sociétés sont à l'évidence sous-évaluées. Selon nos calculs, elles pourraient valoir plus du double même si le cours de certaines d'entre elles a fortement augmenté : le prix de Canadian Natural Resources et de Nexen a été multiplié par plus de deux cette année et la plupart des autres sociétés enregistrent actuellement une hausse supérieure à 50 %. Nous pensons toujours qu'elles représentent une position très stable qui nous offrira d'excellentes plus-values à long terme même si une volatilité élevée est le prix que nous devons payer. Les marchés, qui sont apparemment incapables d'estimer correctement le prix du

pétrole et de valoriser à leur juste prix les sociétés pétrolières, alternent entre enthousiasme et désespoir, ce qui a eu pour effet d'augmenter les prix de plus de 20 % en un mois. Nous devons nous accommoder de ces turbulences et en tirer parti lorsque les prix sont plus bas que d'habitude. Ces commentaires sont d'autant plus valables pour le fonds Global Energy Fund. Nous pensons vraiment que ce fonds représente un très bon instrument pour augmenter l'exposition de nos investisseurs dans un secteur clé. Les Figures 3 et 4 illustrent la répartition par secteur d'activité et par zone géographique pour le fonds LTIF.

Figure 4
Répartition par secteur d'activité

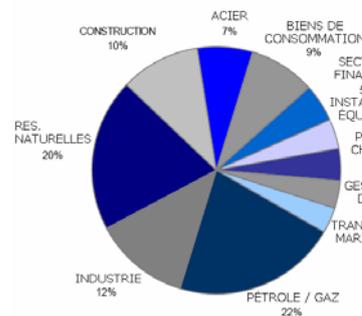
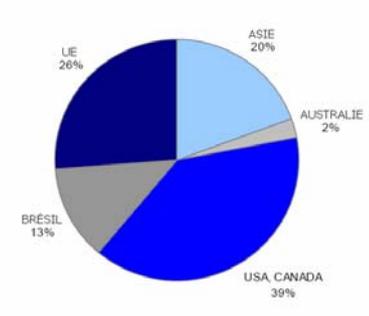


Figure 5
Répartition par zone géographique



À propos de la performance absolue : l'Alpha Series

Au mois de février 2005, nous avons lancé l'Alpha Series qui, comme le savent nos investisseurs, sont composées des mêmes titres que la Classic Series, avec, en plus, un « degré de couverture » contre les aléas du marché. Sur une certaine période de temps, les résultats de l'Alpha Series seront équivalents au montant de sur-performance de notre portefeuille par rapport à l'indice MSCI World Index. Dans le monde de la finance, ce type de fonds est appelé un « fonds à performance absolue » : en principe, il n'est pas affecté par les fluctuations du marché, mais simplement par la qualité de son portefeuille. Sa réussite ou son échec dépend de cette qualité, indépendamment des hausses ou chutes du marché.

Après ces onze premiers mois d'existence, nous pouvons affirmer sereinement que l'Alpha Series ne nous a pas déçus. Son rendement annualisé est de 19,88 % (le rendement depuis le lancement n'est que de 18,22 % mais il a été lancé au mois de février, pas en janvier). Nous espérons qu'il rapportera plus de 1 % par mois, indépendamment des fluctuations du marché, et c'est ce qu'il a fait. Vu la nature des placements en actions, 1 % par mois n'est pas synonyme de 1 % tous les mois : ces chiffres doivent être pris comme une moyenne sur plusieurs mois – de préférence sur plus d'un an.

Ce rendement ne soit pas être comparé à celui du fonds Classic, qui est un fonds influencé par le marché, mais à d'autres investissements qui ne sont pas affectés de manière générale par le prix des actions, comme les obligations, l'immobilier, etc. Par rapport à ces investissements, l'Alpha Series a enregistré d'excellentes performances. Naturellement, un an est une période relativement courte mais nous ne disposons que de ces données. Et comme on dit : jusque là, tout va bien...

Puisque notre indice de référence, l'indice MSCI World Index est en hausse de 27,27 % (sa meilleure performance en cinq ans), il est logique que la performance de l'Alpha Series soit inférieure à celle de la Classic Series. Néanmoins, l'indice ne va pas suivre ce pourcentage d'augmentation chaque année. Les investisseurs de l'Alpha Series doivent se demander si leur décision d'investir dans un instrument « décoré du marché » a vraiment été un choix raisonnable. Si c'est le cas, ils doivent continuer d'appliquer leur stratégie et ne pas en changer pour la seule raison que le marché a été en hausse au cours d'une année. Si, d'un autre côté, les investisseurs sont convaincus que les marchés vont maintenir leur tendance haussière pendant un certain temps, ils ne doivent opter que pour des investissements qui favorisent le long terme, comme la Classic Series.

À notre avis, le fait qu'une partie du portefeuille soit investi dans des fonds à « performance absolue » est très judicieux car cela permet de diversifier le risque du marché. Sur une certaine période de temps, les investissements à long terme devraient être un peu plus rentables mais les investissements dans des fonds à « performance absolue » remplissent la fonction d'une police d'assurance qui serait souscrite contre les chutes brutales du marché.

Perspectives pour 2006

À ce stade, il est presque obligatoire d'avertir les investisseurs de ce qui nous attend l'année prochaine. À nouveau, nous ne savons pas du tout comment les marchés vont se comporter, qu'il s'agisse des indices, du dollar, ou de toute autre variable macro-économique. C'est la raison pour laquelle il est toujours prudent de souscrire quelques polices d'assurance, justement parce que vous ne savez pas vraiment si votre maison va brûler ou non cette année.

Mais, comme nous l'avons mentionné auparavant, nous allons débiter l'année avec un portefeuille très diversifié, qui est composé de sociétés extrêmement rentables, à fort taux de croissance, qui se négocient dans l'ensemble à un cours très bas. Le moral de nos investisseurs peut monter ou baisser selon le prix de nos actions. Nous croyons néanmoins que, en 2006, les bénéfices que nous dégageront seront supérieurs aux niveaux déjà remarquables de 2005. C'est ce qui déterminera en fin de compte si nous avons atteint ou pas notre objectif.

Notice légale

Le LongTerm Investment Fund (séries A, B et C) est autorisé en vue d'une distribution en Irlande à des investisseurs qualifiés (et cotés officiellement à la Bourse de Dublin) mais n'a pas été enregistré en vue d'une distribution en Suisse, dans l'Union européenne ou aux États-Unis. Le Global Energy Value Fund n'a été enregistré dans aucune autre juridiction que celle des Iles Vierges Britanniques. 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.

Répertoire LTIF

Agent administratif :

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O.Box 25121
3001 HC Rotterdam
Pays-Bas

LTIF – Classic

Telekurs : 1341036
Bloomberg : LONGTRM VI

Gestionnaire du fonds :

Van Daalen International Ltd
Kings Court, Bay Street
P.O.Box N-1417
Nassau, Bahamas

LTIF – Alpha

Telekurs : 2048550
Bloomberg : LONGTRB VI

Siège social :

Mill Mall, P.O.Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

LTIF – Stability

Telekurs : 2207914
Bloomberg : LONGTRc VI

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, Boulevard Georges
Favon
1204 Genève
Suisse

GEVF

Telekurs : 2053248
Bloomberg : GLOBENV VI

Conseiller :

Strategic Investment Advisors SA
11 Cours de Rive
1204 Genève
Suisse