

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information avril 2005

LTIF

Comme nous l'avons expliqué dans le manuel de l'investisseur, pour évaluer nos performances, les investisseurs du fonds LTIF devraient plutôt examiner le résultat de nos sociétés que le cours de celles-ci (et la valeur liquidative du fonds qui ne représente en fait que le total du prix des actions détenues à une date donnée). C'est la raison pour laquelle nous parlons plutôt de « performance intrinsèque » que de performance des actions.

Pour obtenir une description complète de notre politique d'investissement pour le fonds LTIF et son « manuel de l'utilisateur », qui explique de manière détaillée nos concepts de valorisation, comme la « valeur intrinsèque » et le « bénéfice par action du fonds », veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.ltif.com. Vous trouverez également sur ce site les lettres d'information précédentes ainsi que les résultats détaillés du fonds depuis son lancement.

Pour de plus amples informations, veuillez adresser votre demande par écrit à info@ltif.com

Performances de notre portefeuille

Au 31 mars, nous avons presque tous les résultats de l'année 2004.

- Les titres de notre portefeuille nous ont permis de réaliser un bénéfice total (par action du fonds) de 15,2 €. Sur ces bénéfices, un dividende de 7,56 € a été versé. Ces résultats sont excellents si l'on considère que nous avons acheté ces sociétés à un prix bien plus bas que leur cours actuel.
- Si nous mettons les choses en perspective : un investisseur qui aurait investi dans le fonds dès son lancement et réglé 100 € par action obtiendrait actuellement un rendement annuel supérieur à 15 %. Ce qui est mieux, c'est que nous pensons que ces sociétés vont dégager au moins 10 % de plus en 2005.
- Si nous comparons ces chiffres au prix de marché de 136,76 € par action du fonds de début 2004, ceci signifie que le fonds a enregistré une « performance réelle » de 11,1 % : une personne ayant investi dans le fonds début 2004 a acheté des actions dans des sociétés dont les bénéfices au cours de l'année représentaient 11,1 % de son investissement.
- Pour l'année 2005, nous avons commencé à un cours de 176,9. Nous pensons que notre rendement sera probablement supérieur à 17 €, ce qui donne une performance réelle de 10 % environ (dont la moitié sera versée sous forme de dividendes).

La rentabilité intrinsèque de nos sociétés en 2004 (les liquidités qu'elles ont générées indépendamment du cours des actions) s'établit à 11,1 %, avec un rendement en dividendes de 5,5 %

Répertoire LTIF

Agent administratif :

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

Gestionnaire du fonds :

VDI Ltd.
Kings Court, Bay Street
P.O.Box N-1417
Nassau, Bahamas

Siège social :

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

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, Boulevard Georges Favon
1204 Genève
Suisse

Conseiller :

Strategic Investment Advisors SA
4, rue de l'Ecole de Chimie
1205 Genève
Suisse

Telekurs : 1341036

Bloomberg : LONGTRM VI

Ces bons résultats proviennent la forte croissance des bénéfices d'un certain nombre de sociétés (Depfa, McCarthy & Stone, Samsung Electronics, Canadian Natural Resources...), et du fait que nous avons vendu des titres plus chers et acheté des titres bon marché, ce qui nous a donc permis « d'acheter » plus de bénéfices pour l'avenir (voir ci-dessous).

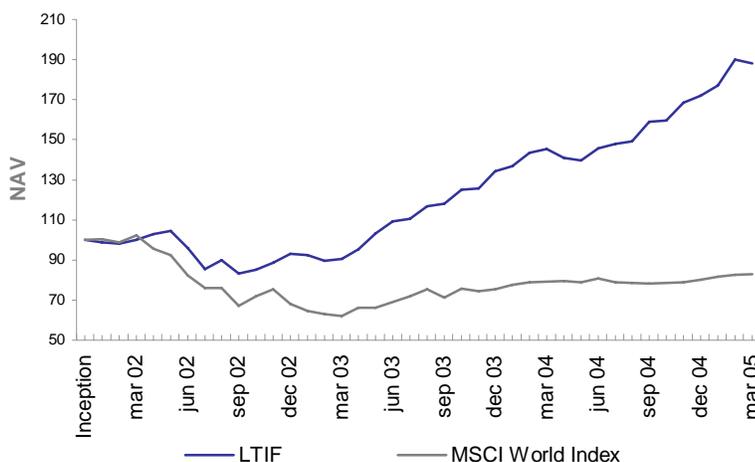
Le total des actifs nets s'établit à 71 millions € fin mars

Le total des actifs nets du fonds au 31 mars 2005 s'établit à 71 millions €, incluant les positions « long only » et les Alpha Series.

Comme c'est fréquemment le cas, le marché n'a pas complètement ignoré tous ces paramètres, ce qui a fait augmenter le prix de nos actions de 9,51 % au cours du premier trimestre, la valeur liquidative s'établissant à 188,18 € par action.

Figure 1 : Valeur liquidative par action de LTIF, par rapport à l'indice MSCI World Index

La VL est en hausse de 9,51 % pour le premier trimestre de 2005

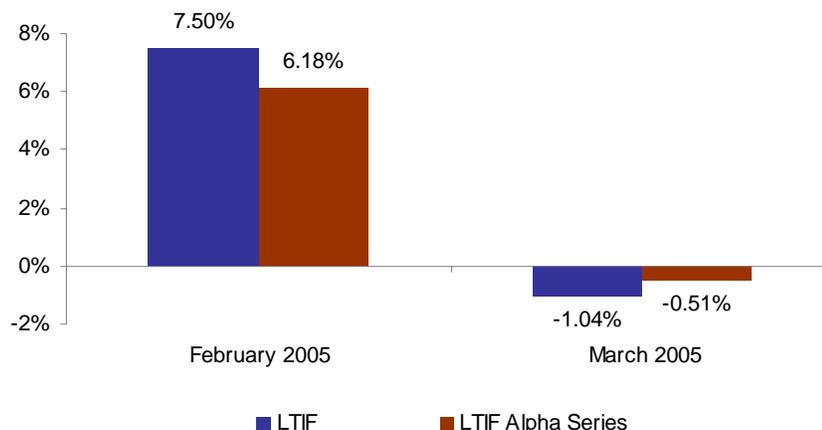


Les Alpha Series

Les Alpha Series sont déjà moins volatiles

Le Fonds Alpha a été finalement lancé au mois de février. Sa performance, comme il était prévu, est similaire à celles des titres LTIF « long-only » mais est moins volatile : les titres montent moins mais descendent moins aussi, comme l'illustre le graphique. Mais deux mois est une période trop courte pour se faire une opinion, mis à part l'effet de couverture qui fonctionne (comme il se doit).

Figure 2 :
Comparaison de la performance : LTIF - LTIF Alpha Series



Le fait que le marché soit plus volatil est un point relativement intéressant : le prix du marché du portefeuille a probablement trop augmenté en janvier-février, pour s'ajuster quelque peu au mois de mars. Comme le savent nos investisseurs, nous ne pensons pas que ce « prix du marché » soit crucial et nous préférons attacher davantage d'importance à la « performance réelle ». Étant donné que nous n'avons pas l'intention de vendre, nous ne sommes guère préoccupés par le prix de vente de nos sociétés. Dans tous les cas, nous savons que, sur le long terme, la performance réelle et les prix du marché vont de pair.

Les sociétés que nous avons vendues

Au cours de ce premier trimestre de 2005, nous avons vendu un certain nombre de sociétés : Gerdau, Encana, SIG, Sjaelsoe, BAM et Clinton Cards. Pour la plupart d'entre elles, nous les avons vendues parce qu'elles avaient atteint un prix que nous ne considérons pas justifié par l'anticipation de bénéfices futurs. Ceci ne veut pas dire que les bénéfices ne vont pas être bons ; le problème c'est que le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour ces titres est à notre avis trop élevé. En moyenne, nous avons vendu ces sociétés pour des plus-values annualisées supérieures à 25 %. Il est important de comprendre comment nous prenons ces décisions.

En principe, notre objectif est de dégager un rendement annuel de 15 % sur nos investissements. Pour réaliser cet objectif, deux solutions s'offrent à nous : soit nous achetons des actions à n'importe quel prix en espérant qu'elles montent de 15 % par an puis nous les vendons ; ou alors nous achetons des actions à un prix tel que les bénéfices futurs de la société représentent au moins 15 % de notre investissement.

Nous avons vendu plus de sociétés que d'habitude car un bon nombre de nos investissements sont arrivés à échéance après 3 ans et les marchés sont toujours chers

Dans le premier cas de figure, nous pouvons acheter n'importe quel titre, à la condition qu'il monte (les actions technologiques à la fin des années 1990 en sont un exemple). Malheureusement, il est impossible d'adopter cette méthode car nous ne savons pas du tout comment le cours des actions va se comporter à l'avenir. Si nous achetons un titre en espérant tout simplement qu'il monte, nous pourrions courir le risque de le voir baisser... indéfiniment.

Dans le second cas, l'essentiel consiste à anticiper les résultats futurs d'une société donnée. Dès lors que notre estimation est raisonnable et que nous achetons des sociétés à un prix bas, nous obtiendrons le rendement de 15 % sur le long terme, indépendamment de l'évolution des marchés.

Cette stratégie d'investissement met en évidence notre stratégie de vente. Imaginez que nous ayons acheté, au prix de 100 € l'action, une société qui, selon nos estimations, va nous rapporter annuellement 15 € par action. Si le prix reste autour de 100 €, nous la conservons (et touchons nos 15 %, probablement sous forme de dividendes) ; mais, si le prix de l'action monte à 150 €, il faudra la vendre : il est complètement impossible que la société continue de rapporter sur le long terme un rendement de 15 % sur le produit éventuel de la cession. Nous décidons donc de vendre et essayons d'acheter une société avec laquelle cet objectif de 15 % peut être atteint. Si nous en trouvons une, nous investissons nos 150 € à 15 % et notre plus-value par an sera maintenant de 22,5 € au lieu du rendement d'origine de 15 % (et le rendement sur l'investissement initial est désormais de 22,5 %). Il convient de noter que nous pouvons tout aussi bien vendre à 150 € et que le prix de l'action peut alors monter jusqu'à 200 €. Cela arrive tout le temps et tout ce que nous pouvons faire c'est féliciter les vendeurs et souhaiter bonne chance aux acheteurs).

*Des marchés
« chers »
« forcent » un peu
le volume des
transactions*

Cette stratégie engendre habituellement de légers mouvements au niveau du portefeuille. Mais les investisseurs auront remarqué que, au cours des derniers trimestres, nous avons acheté/vendu plus de sociétés que d'habitude. Nous pensons qu'il est important d'en comprendre la raison.

Le fonds a désormais plus de trois ans et de nombreuses sociétés que nous avons achetées au départ se sont rapprochées de leur niveau de « valorisation maximale ». C'est un processus logique : si nous trouvons des sociétés qui représentent un meilleur investissement que la moyenne, et si nous avons raison, nous devons nous attendre à ce que le marché les découvre tôt ou tard et ramène leur prix au moins au niveau du prix moyen du marché. Mais ce « prix moyen du marché » se situe actuellement au-dessus du prix que nous aimerions payer. En d'autres termes, il est absolument impossible que le prix moyen du marché (« l'indice ») donne un rendement de 15 % à l'avenir par rapport à sa position actuelle. Ceci implique que, quand nos sociétés ont atteint le prix du marché, après avoir été découvertes, nous décidons de les vendre. Ce cycle prend normalement quelques années et nos premiers investissements l'ont probablement déjà suivi.

Par conséquent, le titre Sjaelsoe, que nous avons acheté en 2002, a maintenant été vendu pour plus de deux fois le prix de l'investissement initial et c'est le même cas pour Clinton Cards (une action que nous avons également achetée en 2002). Nous avons

conservé Encana, SIG et BAM pendant environ une année mais avons réussi à les vendre en réalisant une plus-value supérieure à 40 %. Enfin, nous avons vendu Gerdau (un sidérurgiste brésilien) parce que nous pensions que d'autres sociétés comparables que nous possédions déjà (Usiminas et CSN) avaient de meilleures perspectives et nous avons choisi de nous concentrer notre investissement sur ces deux sociétés.

Notre tâche n'est donc jamais terminée : dès que nous avons investi tous nos fonds dans des sociétés qui, selon nous, vont générer un rendement annuel de 15 %, nous devons toujours vérifier que personne ne soit disposé à « trop » payer pour ces titres. Si c'est le cas, nous devons vendre et trouver de nouveaux titres. Jusqu'ici, ce système a très bien fonctionné et c'est la raison pour laquelle le rendement du fonds a été sur trois ans supérieur à 15 % par an.

Les sociétés que nous avons achetées

Voici comment nous avons procédé pour acheter les sociétés suivantes au cours de ce trimestre : Aracruz, Petrobras, Transmissao Paulista, Michelin, Red Eléctrica Española, Orient Overseas International, Elmu, Astra Agro Lestari, Honam Petrochemical et Anadarco Petroleum. Vous trouverez ci-dessous une description succincte de ces sociétés.

Aracruz est désormais le plus grand producteur mondial de pâte à papier, à des coûts les plus faibles du marché. Pendant des siècles, les sociétés papetières ont produit leur propre pâte, une matière essentielle à la fabrication du papier. Mais une nouvelle tendance se profile : produire de la pâte à partir de pays à bas coûts pour l'exporter vers des marchés développés (et à coûts élevés) pour la production de papier. Les coûts d'Aracruz sont tellement faibles que les sociétés papetières européennes et américaines trouvent qu'il est plus intéressant de leur acheter la pâte que de continuer à produire leur propre pâte (les eucalyptus poussent deux fois plus vite au Brésil que dans n'importe quelle autre région du monde). Et ces écarts de coûts se creuseront encore au fil du temps.

Petrobras est la société pétrolière « nationale » du Brésil. Comme la plupart des sociétés brésiliennes, elle est très bon marché. Elle possède environ 20 ans de réserves et une expérience de plus en plus forte dans le forage en eaux profondes, un des rares secteurs de croissance dans l'exploration pétrolière.

Transmissao Paulista distribue de l'électricité dans la région de Sao Paulo. Les rendements sont ceux d'une société du secteur énergétique, c'est-à-dire des rendements stables (qui sont fixés en fait par la réglementation), mais le titre se négocie avec une décote importante.

Red Electrica Española et **Elmu** sont des sociétés similaires à Transmissao Paulista mais sont implantées respectivement en Espagne et en Hongrie. Ces deux sociétés s'échangent à un prix relativement bas, par rapport à la stabilité de leurs rendements, et leur potentiel de croissance est plus élevé que ce que le marché reconnaît.

Michelin est une société qui n'a pas besoin d'être présentée. Nous pensons que la priorité accordée par la société à l'activité des pneus de remplacement (par rapport à la vente directe aux fabricants automobiles) est une bonne stratégie car elle est moins sensible aux prix et l'excellente marque de Michelin joue un grand rôle.

Orient Overseas International est une société basée à Hong-Kong, une société de transport de conteneurs de premier plan. Elle s'échange à un cours extrêmement bas et possède des flottes et des participations excellentes dans des ports, ces derniers étant bien moins cycliques d'ailleurs que l'activité de navigation proprement dite.

Honam Petrochemical est un producteur coréen de produits chimiques de base qui se négocie avec une décote énorme, ce qui est probablement dû au fait que le marché n'a pas complètement réalisé l'impact des deux acquisitions de l'année dernière. Il convient également de souligner que l'ensemble du marché coréen, avec le Brésil, est actuellement le moins cher au monde.

Enfin, nous avons ajouté **Anadarko Petroleum** à nos sociétés énergétiques car nous apprécions ses réserves confortables.

Nouvelles recrues pour le fonds

Enfin, des nouvelles intéressantes comme l'embauche de Walter Scherk en qualité de gérant associé (Senior Investment Advisor) de SIA, SA, principal conseiller de LTIF, et l'inscription du fonds à la côte à la Bourse de Dublin.

En ce qui concerne la nomination de Walter Scherk, voici ce qu'a déclaré le Prof. Jarillo, Associé Directeur de SIA :

Je suis extrêmement heureux d'annoncer l'instauration d'une collaboration stable avec quelqu'un qui va devenir un membre important de Strategic Investment Advisors, SA. À compter du 1^{er} mars, Walter Scherk va devenir gérant associé (Senior Investment Advisor) de la société, et mettre à notre disposition son expérience énorme dans le domaine de l'analyse financière, de la gestion de portefeuille et du développement de produits.

J'ai rencontré Walter en 1984, lorsqu'il préparait son MBA à Harvard (qu'il a obtenu avec mention l'année suivante), après avoir obtenu auparavant un diplôme en Ingénierie industrielle. Nous nous sommes retrouvés ensemble pour quelque temps comme professeurs à l'IESE Business School de Barcelone, où il a enseigné la Finance. Puis nos parcours professionnels respectifs se sont alors séparés. Il a assumé des fonctions de direction dans une société familiale (une société de plastique) puis a commencé une longue carrière, couronnée de succès, dans la finance. Il a tout d'abord travaillé pour la Bourse de Barcelone, où il a mis au point le premier système de notation de titres d'Espagne. En 1991, il a déménagé à Madrid pour travailler chez Ahorro Corporación, la division des services financiers des caisses d'épargne espagnoles. Il y a occupé le

poste de Directeur de la recherche, a organisé l'ensemble du service, puis est devenu Directeur général de la division Gestion d'actifs, assumant une responsabilité directe sur plus de 9 milliards d'euros sous gestion. Il devient alors consultant indépendant.

Walter possède des compétences analytiques et techniques, des connaissances très solides et une expérience approfondie dans tous les aspects pratiques de la gestion d'actifs. Mais son caractère et sa personnalité sont tout aussi importants. Il est difficile pour moi d'exprimer davantage à quel point je suis ravi de le compter parmi nos collaborateurs : ce n'est pas facile de recruter quelqu'un qui est en même temps un excellent professionnel de la finance et un ami de longue date (il était témoin à mon mariage il y a presque vingt ans).

Au cours de ces dernières années, pendant lesquelles le fonds LTIF a augmenté, Walter a été une source constante d'encouragement. Son aide constitue le meilleur atout auquel je puisse penser pour préparer la base sur laquelle la nouvelle phase de développement de Strategic Investment Advisors va pouvoir s'appuyer. La consolidation du fonds LTIF, le lancement des Alpha Series et du fonds Global Energy Value seront sans aucun doute dans des mains plus sûres grâce à sa présence.

Je suis certain que nos investisseurs profiteront énormément de sa présence dans notre société et auront bientôt la chance d'apprécier personnellement ses connaissances et son expérience.

Le fonds sera finalement coté à la Bourse de Dublin, probablement avant l'été. Des investisseurs qualifiés on-shore de l'Union européenne auront donc accès à ce fonds puisqu'il sera sous la tutelle des autorités irlandaises.

Notice légale

Les fonds Long-Term Investment Fund et Global Energy Value Fund ne sont pas autorisés en vue d'une distribution au public en Suisse, dans l'Union européenne ni aux États-Unis. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en recevoir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ces investisseurs.