

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information juillet 2004

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

Le taux de rentabilité augmente pour presque toutes les sociétés

À nouveau, pratiquement toutes nos sociétés ont enregistré de très bons résultats au cours du dernier trimestre. À l'exception de Bachoco, dont les prix de son principal produit (morceaux de poulet) ont chuté de manière générale, mais qui a quand même réussi à générer un bon cash-flow, et de Boskalis, qui subit actuellement la contraction cyclique de la demande, laquelle était prévue, nos sociétés enregistrent des bénéfices records avec des taux de croissance dépassant 30 % sur un an glissant dans certains cas (Barrat, McCarthy & Stone, Depfa, Posco...). Leurs perspectives pour le reste de l'année sont, de manière générale, très positives, ce qui nous laisse penser que nous terminerons 2004 avec une augmentation importante de la valeur intrinsèque du portefeuille. Comme d'habitude, vous pouvez vérifier les détails sur le site www.ltif.com.

La valeur liquidative du fonds a augmenté de 8,37 %, en montant net de tous frais, depuis le 1^{er} janvier

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution, depuis le lancement, de la Valeur liquidative du fonds par action par rapport à l'indice MSCI World Shares Index, avec les dividendes (nets), en euros. Depuis le début de l'année la Valeur liquidative par action est en hausse de 8,37 %, en montant net de tous frais, ce qui signifie pratiquement le statu quo pour ce trimestre (+ 0,16 %). Cette stagnation des résultats reflète une augmentation de certaines actions (principalement nos sociétés pétrolières et certaines de nos actions suisses, comme SIG et Zehnder) et une diminution des cours de certaines de nos positions clés, notamment Depfa et McCarthy & Stone. Nous ne sommes pas du tout inquiets de ces chutes de cours car nous pensons que la valeur intrinsèque de ces sociétés continue de monter. En fait, nous avons tiré parti de cette évolution pour ajouter à notre portefeuille des titres achetés à des prix très intéressants.

Répertoire LTIF

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

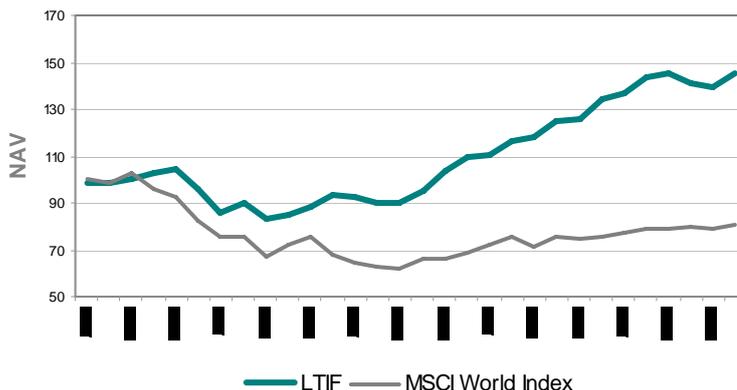
Gestionnaire du fonds :
J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

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

Dépositaire :
Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Genève
Suisse

Telekurs : 1341036
Bloomberg : LONGTRM VI

**Les encours sous gestion
sont passés de
14 981 483 € fin mars à
17 742 176 € au
30 juin 2004**



Le fonds continue d'augmenter et a désormais atteint 17 742 176 €. Nous anticipons une croissance encore plus forte pour le reste de l'année.

Mouvements du portefeuille

Nous avons vendu Natuzzi (plus-value d'environ 30 % sur deux ans)

Nous avons vendu Natuzzi, S.p.A. Bien que nous pensions que ce soit toujours une société rentable, la chute de rentabilité constatée l'année dernière est à notre avis permanente : 50 % du chiffre d'affaires de la société est réalisé sur le marché américain et nous ne pensons pas que le dollar va revenir à ses niveaux antérieurs à 2002. En outre, la société réagit à la concurrence exercée par les bas coûts de la Chine par une augmentation substantielle de ses dépenses de marketing. Cette stratégie est probablement appropriée à la situation mais va peser sur les bénéfices à court terme. Compte tenu que le prix de l'action a augmenté de plus de 30 % depuis que nous l'avons achetée et que son ratio cours/bénéfice estimé à terme s'établit désormais autour de 12-15, et qu'il ne va pas baisser à notre avis au cours des prochaines années ; nous avons décidé de vendre car nous disposons de meilleures opportunités de placement.

Nous avons acheté Samsung Electronics et Imperial Sugar

Samsung Electronics est un leader mondial dans le domaine des écrans plats et de plusieurs types de semi-conducteurs qui a réussi son entrée sur le marché des téléphones mobiles (14 % de part de marché mondial). Elle est vendue à des prix ridiculement bas pour une société dotée de telles caractéristiques (ratio cours/bénéfice autour de 5), tout particulièrement pour une société aussi rentable que celle-ci (rendement du capital investi supérieur à 35 % !).

Plusieurs raisons expliquent à notre avis ce prix particulièrement bas : l'ensemble du marché coréen est bas car les investisseurs étrangers l'ont déserté ; les actions technologiques sont en baisse dans le monde entier (nous pourrions ajouter, pour une bonne raison : leur valorisation) ; à cela s'ajoute l'opinion très répandue selon laquelle le prix des écrans plats va chuter à l'avenir à cause de capacités excédentaires. Sans contester ce dernier point, nous pensons qu'une demande accrue (grâce aux prix bas précisément) conjuguée à une position de leadership technologique (Sony a accepté de s'approvisionner en écrans chez Samsung), et à une valorisation extrêmement basse dès le départ, rend cet investissement très sûr. La société distribue des liquidités à un rythme hallucinant (ce qui est assez rare pour un leader technologique) et vient d'annoncer le versement d'un dividende supplémentaire et un plan de rachat d'actions.

Une autre société que nous avons achetée est Imperial Sugar, un producteur et emballer de sucre des États-Unis (malgré son nom) à usage industriel et domestique. C'est une petite société (capitalisation boursière tout juste au-dessus de 100 M€) qui vient de traverser une période de restructuration. Comme c'est souvent le cas avec les petites sociétés faisant l'objet d'une restructuration radicale, le marché ne sait pas vraiment comment les valoriser... parce que cela n'intéresse pas grand monde. Nous pensons que le prix actuel est, même en prenant les hypothèses les plus conservatrices, 30 % en dessous de la valeur intrinsèque de la société. Nous ne pensons pas que ce titre soit intéressant pour un investisseur à long terme car ce secteur laisse trop à désirer, mais il représente un moyen sûr de dégager quelques plus-values intéressantes en prenant un risque très limité.

***Les sociétés pétrolières
représentent désormais 15 %
du portefeuille***

Nous continuons notre travail sur les valeurs pétrolières. Nous n'achetons pas de sociétés pétrolières à cause de l'augmentation récente des cours (bien que ce soit exactement ce qui se passe). En fait, la plupart des sociétés pétrolières couvrent (vendent à terme) une grande partie de leur production ce qui signifie qu'elles n'enregistrent pas cette année les augmentations de bénéfices que les prix actuels du pétrole pourraient laisser supposer car elles sont couvertes sur la base des prix de l'année dernière (autour de 25 \$ le baril en moyenne). Nous en achetons car nous pensons que, à long terme, les prix de l'énergie ne peuvent qu'augmenter et que la plupart de ces sociétés ne reflètent pas cet élément dans le prix de leurs actions. De nombreux opérateurs du marché *veulent* croire que le pétrole va baisser à 20 \$ le baril et que les sociétés que nous achetons pour le fonds ont un prix de marché qui reflète globalement ce niveau. Mais nous ne pensons pas que le prix du pétrole va rester à ce niveau à long terme même s'il connaît une chute temporaire par rapport à son niveau actuel.

Nous achetons donc des sociétés qui ont le meilleur ratio cours/réserves, sont bien gérées et ne comportent aucun risque politique. Ceci nous amène donc au Canada où nous avons trouvé quelques sociétés très intéressantes.

***Nous avons ajouté à notre
portefeuille Canadian Oil
Sands Trust, Suncor Energy,
et Petrocanada***

Parmi elles, Canadian Oil Sands et Suncor se démarquent nettement à cause de leurs réserves énormes en sables bitumineux. Ce type de pétrole, cher à produire, présente un certain nombre d'avantages : pas besoin d'engager des dépenses d'exploration car la source est déjà là ; les réserves sont énormes (Canadian Oil Sands a des réserves pour au moins 65 ans ; par rapport à Shell dont les réserves sont inférieures à 7 ans) ; et c'est une société qui va devenir extrêmement rentable si les prix du pétrole augmentent un peu : « l'effet de levier » est plus important lorsque les coûts sont plus élevés (une augmentation de prix de 1 \$ augmente relativement plus des marges qui se situaient à 4 \$ (+25 %) que si leur niveau était déjà à 15 \$ (+6,6 %).

De plus, toutes les sociétés que nous achetons ont des plans de développement solides et se vendent à des multiples faibles. Ceci implique que, même si le prix du pétrole venait à baisser légèrement à court ou moyen terme, les bénéfices seraient en hausse (favorisés par des augmentations de volumes et de meilleures conditions de couverture). La rentabilité est donc garantie pour nous, investisseurs, car nous les achetons à des prix très bas.

Dans notre prochaine lettre d'information, nous discuterons en détail de l'industrie pétrolière du point de vue d'un investisseur à long terme

Sur les prochains trimestres, nous continuerons d'adopter cette méthode et réorganiserons notre portefeuille de valeurs pétrolières dès que nous aurons peaufiné la valorisation de toutes ces sociétés.

Nous avons probablement atteint les limites de ce que nous pouvons investir dans les valeurs pétrolières, en pourcentage de notre portefeuille, mais cette question est si importante que nous consacrerons la prochaine lettre d'information à une analyse approfondie du secteur.

Perspectives

Les marchés sont en train de se corriger : les bénéfices ont augmenté et le cours des actions n'a pas bougé mais elles sont toujours chères

Nous ne pensons donc pas que les indices aient une chance de s'apprécier sur le long terme

Notre portefeuille est très bien positionné pour le moyen terme

Les marchés sont toujours chers : une moyenne de ratio cours/bénéfice supérieure à 15 donne un rendement implicite inférieur à 7 %. Naturellement, une croissance élevée des bénéfices améliore le rendement mais le marché tout entier ne peut faire croître les bénéfices plus vite que le PIB dans le cycle économique. Nous nous anticipons donc une longue période de résultats médiocres pour les indices. Ceci peut se produire de deux manières différentes : en subissant de brusques mouvements haussiers et baissiers, comme en 2002-2003, pour se retrouver au même endroit ... ou tout simplement en restant au même endroit, comme au cours du premier semestre de cette année. Mais, dans les deux cas, investir dans ces indices ne constitue pas une garantie de gains à long terme lorsque le prix de départ est déjà cher.

Mais c'est encore un titre intéressant en termes de valeur, comme l'indique notre portefeuille. La croissance totale des bénéfices va dépasser 20 % cette année, alors que le ratio cours/bénéfice est en dessous de 10. Quelle que soit l'orientation que nos sociétés vont prendre, nous pensons que ce portefeuille représente un investissement solide à long terme.