

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information avril 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.

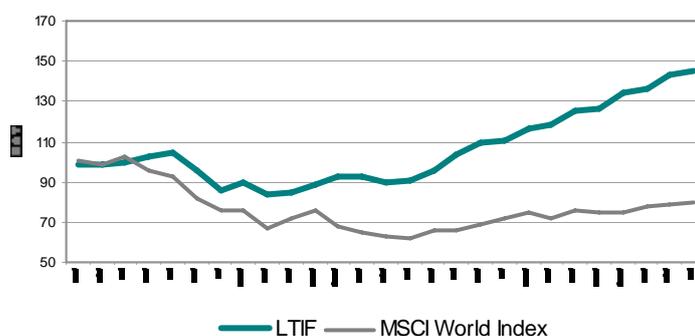
Performances de notre portefeuille

Des bénéfices excellents dans pratiquement toutes les sociétés

Nous disposons désormais de toutes les informations de l'exercice 2003 pour toutes nos sociétés. À de rares exceptions près, elles ont toutes enregistré des bénéfices records. Des sociétés comme McCarthy & Stone, Depfa Bank, ou Canadian Natural Resources (nos trois positions les plus importantes) ont augmenté leurs bénéfices par plus de 25 % et ont aussi augmenté leurs dividendes. Même celles qui avaient été décevantes (Boskalis, Natuzzi) ont dégagé de bons bénéfices, amélioré leur position financière et sont bien parties pour renforcer encore cette position cette année. Vous pouvez, comme d'habitude, consulter toutes ces informations sur notre site Internet, www.ltif.com.

La valeur liquidative du fonds a augmenté de 8,21 %, en montant net de tous frais, depuis le 1^{er} janvier

Le graphique suivant 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 :



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 12 497 584 € au début de l'année à 14 981 483 € au 31 mars 2004

Mouvements du portefeuille

Dinamia et Hunter Douglas ont été vendues avec une plus-value raisonnable (environ 30 % d'appréciation sur deux ans)

Nous continuons de renforcer nos pondérations dans les matières premières et avons ajouté deux sociétés canadiennes d'exploration et de production de pétrole et de gaz

Posco, le plus grand producteur d'acier coréen représente un autre moyen de profiter de la croissance économique de la Chine

SIG est une société suisse restructurée, orientée à la hausse avec très peu de risques

L'augmentation de plus de 15 % de la taille du fonds sur les trois premiers mois de l'année est attribuable aux nouvelles entrées et à l'appréciation de 8 % enregistrée sur un an.

En nous basant sur des discussions avec des investisseurs institutionnels, nous nous attendons à des entrées continues pour le reste de l'année.

Nous avons vendu deux sociétés depuis la dernière lettre d'information, Dinamia et Hunter Douglas. Nous avons ajouté six nouvelles sociétés à notre portefeuille : Encana and Nexen, Posco, SIG, Bam, et Barratt Development.

En plus des commentaires ci-dessous, vous trouverez toutes les informations sur les nouvelles sociétés à la rubrique « Investissements » de notre site Internet www.ltif.com.

Nous pensons que ces deux sociétés étaient arrivées à leur cours maximum. Pour Dinamia, un fonds de *private equity* coté à la Bourse de Madrid, nous avons l'impression que les gérants ne faisaient pas grand chose avec ce titre, n'ayant effectué qu'un seul investissement (pas très intéressant d'ailleurs à notre avis) sur toute l'année 2003. Avec une valeur de marché proche de sa valeur liquidative actualisée, et très peu de nouvelles opportunités, nous avons estimé qu'elle n'avait plus de potentiel d'appréciation.

Hunter Douglas a finalement déclaré de meilleurs bénéfices mais l'augmentation du cours de l'action reflète largement cet élément. À notre avis, le cours actuel reflète la valeur réelle de la société.

Avec une capitalisation supérieure à 25 M\$, Encana est une des plus grandes sociétés mondiales indépendantes d'exploration et de production de pétrole et de gaz. Elle est aussi la plus grande société d'exploration et de production de pétrole et de gaz au Canada. Elle possède de très bonnes réserves et ses prévisions de croissance sont fortes. Le prix d'achat était bas, tout particulièrement si l'on tient compte des projets de sables bitumineux (voir les commentaires sur Canadian Natural Resources dans notre précédente Lettre d'information).

Nexen est une société indépendante canadienne d'exploration et de production de pétrole. Ses sites d'exploitation sont situés au Canada et à l'étranger, tout particulièrement dans le Golfe du Mexique, au Nigeria et au Yémen. Elle a augmenté régulièrement ses réserves par le passé et son prix est très raisonnable.

Posco, basé en Corée, est le quatrième plus grand producteur d'acier mondial, et le plus rentable. Posco est une valeur que nous avons décidé d'utiliser pour profiter du boom de la Chine ... en toute sécurité. Nous pensons que la Chine va réellement devenir une grande puissance économique mais qu'il est trop risqué d'investir directement dans ce pays. Nous essayons donc d'investir dans des produits que la Chine devra acheter, comme le minerai de fer (Caemi) et l'acier. Posco était extrêmement bon marché, comme toutes les valeurs coréennes, et pouvait être achetée à un ratio cours/bénéfice en dessous de 6 et avec des rendements en dividendes supérieurs à 6 %.

SIG est un fournisseur suisse de matériaux et d'équipements destinés au secteur des boissons. La société a suivi, au fil des ans, une stratégie de croissance par le biais d'acquisitions et en se diversifiant. Comme d'habitude, cette stratégie s'est traduite par la croissance des ventes mais pas par celle des bénéfices.

La société a changé de stratégie il y a quelques mois et a décidé de tout vendre hormis deux divisions rentables. À son cours actuel, nous pensons que ce sera un excellent investissement, dès que les divisions déficitaires auront été éliminées.

BAM est une société de construction néerlandaise sous-évaluée caractérisée par une rentabilité et un cash-flow impressionnant

Le groupe Royal BAM représente l'une des plus grandes sociétés de construction en Europe. Le groupe est leader sur le marché aux Pays-Bas et a acquis des parts de marchés importantes au Royaume-Uni, en Irlande, en Belgique en Allemagne et aux États-Unis. Sur chacun de ces marchés nationaux, elle possède des sociétés d'exploitation séparées qui sont chacune responsables de leur propre compte de résultats.

La société vient de subir plusieurs transformations structurelles et a fusionné avec HBG, puis s'est débarrassée de sa division de dragage, principalement pour financer ces changements. À notre avis, ces changements ont rendu ses comptes peu lisibles, ce qui a conduit le marché à sous-évaluer énormément la société. Son cours a été également affecté négativement par une enquête anti-trust aux Pays-Bas.

Barratt Development est un constructeur britannique de premier plan qui s'appuie sur un taux de croissance régulier et excellent et offre des perspectives à long terme très bonnes

Fondé en 1958, Barratt est devenu un des plus grands constructeurs de maisons de Grande-Bretagne et a construit et vendu plus de 250 000 maisons. La société construit et vend actuellement plus de 13 000 maisons par an et participe à la construction de plus de 400 lotissements dans toute la Grande-Bretagne. Elle fournit des maisons pour tous les secteurs du marché, et également des maisons destinées à la location et à la multipropriété. Le groupe est également présent en Californie du Sud depuis 1980 et a construit plus de 14 000 maisons.

Rentabilité très élevée, croissance forte, pris bas. Le marché anticipe la chute des prix de l'immobilier en Grande-Bretagne. Il se peut très bien que cela se produise mais nous pensons que le prix bas des actions et la diversification géographique compensent très largement cette éventualité.

L'essentiel pour les valeurs de rendement c'est de les acheter au bon prix

Comme peuvent le constater nos investisseurs, nous investissons dans des secteurs qui ne sont pas très prisés car c'est justement dans ces secteurs que l'on peut trouver des sociétés intéressantes en termes de valeur potentielle. Nos suppositions se sont avérées exactes jusqu'à ce jour : le prix du pétrole ne s'effondre pas et les sociétés de construction maintiennent leurs niveaux de bénéfices. Il est important de constater que, si l'on achète une société rentable avec un ratio cours/bénéfice de 5, et si elle maintient son niveau de rentabilité, les investisseurs capitalisent leurs bénéfices à un taux composé de 20 % par an, même si le marché ne change jamais d'avis sur la société. Ceci pourrait bien être le cas pour McCarthy and Stone : nous avons acheté ce titre avec un ratio cours/bénéfice de 6, ses bénéfices progressent de plus de 30 % par an et le marché ne lui attribue qu'un ratio de 6 : notre investissement s'est apprécié de 70 % en deux ans.

Ce principe s'avère juste lorsque le marché ne reconnaît pas qu'une société est sous-évaluée...

Néanmoins, de temps à autre, le marché réalise qu'il n'est pas raisonnable d'attribuer un ratio cours/bénéfice de 6 à une société dont la rentabilité sur capitaux propres est au-dessus de 20 % et le marché augmente donc ce multiple. Le cours de l'action s'envole alors car les bénéfices sont bien plus élevés (car la société est très rentable), et sont multipliés par un rapport supérieur. Ce serait ce cas de figure avec Depfa Bank. Nous l'avons acheté lorsque la rentabilité sur capitaux propres était supérieure à 20 % et lorsque le ratio cours/bénéfice était de 6. Dix-huit mois plus tard, la rentabilité sur capitaux propres avait augmenté à 30 % (car les

...et lorsqu'il le reconnaît...

bénéfices avaient fortement augmenté) et elle se vend actuellement sur le marché à dix fois ses bénéfices. En conséquence, notre investissement a été multiplié par plus de trois au cours de ces 18 mois.

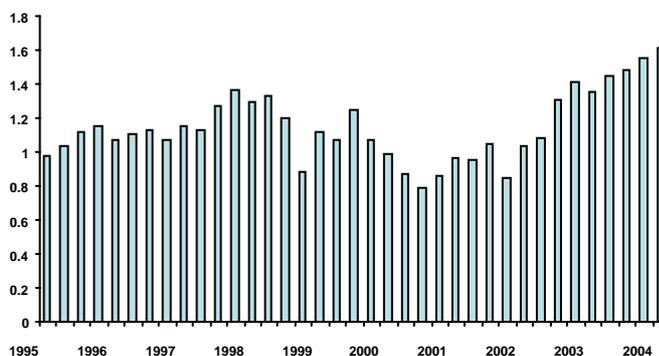
...et même si la société n'enregistre pas de très bons résultats

Il est intéressant de constater que, si l'on achète des sociétés très bon marché avec de bons taux de rentabilité, un mouvement haussier est très supportable même lorsque les cours se détériorent. Prenons l'exemple de Boskalis ou de Natuzzi. Nous les avons achetées à des ratios cours/bénéfice très bas (autour de 6) car le marché pensait que leur niveau de rentabilité très élevé serait ébranlé pendant quelques années. Eh bien le marché avait raison : bien qu'ils soient toujours positifs, les résultats des deux sociétés se sont dégradés en 2003 par rapport aux années précédentes. Mais, puisque ce facteur était pris en considération, le prix de l'action a augmenté en réalité (d'environ 30 %) depuis que nous l'avons achetée. Et, de plus, nous continuons de percevoir des dividendes et anticipons un retournement du marché. Si cela doit être le pire scénario, ce n'est pas trop mal finalement (ceci présuppose naturellement que les sociétés soient analysées correctement et que les positions stratégiques ne soient pas trop faibles).

Perspectives

Les marchés sont encore plus chers qu'avant ...

Les marchés sont toujours très chers. Ils sont plus chers d'une certaine manière qu'ils ne l'ont jamais été. S'il est vrai que les principaux indices sont inférieurs à leur niveau de 2000, ceci s'explique par le fait qu'un certain nombre de grandes sociétés (qui ont une pondération élevée dans ces indices) étaient beaucoup élevées alors. Mais si nous examinons une société moyenne, ou encore mieux, les sociétés qui ne sont relativement bon marché (celles qui nous intéressent) elles sont à leur plus haut niveau aujourd'hui, comme l'indique le graphique ci-dessous :



□ Prix moyen/valeur comptable, décile inférieur

Source : Compustat, LTIF research

Ce graphique illustre le ratio moyen cours/valeur comptable par action (un outil standard qui permet de connaître combien le marché est prêt à payer pour des sociétés) pour les 50 sociétés « les moins chères » de l'indice S&P 500 (les sociétés « les moins chères » sont celles dont le ratio est le plus faible), trimestriellement, sur les huit dernières années. En un mot, les sociétés les moins chères deviennent plus chères, même si celles qui sont très chères sont désormais un peu moins chères (ce qui explique partiellement la raison pour laquelle de nombreuses stratégies basées sur des valeurs de rendement ont battu les indices au cours des trois dernières années).

Ceci s'avère exact d'ailleurs sur tous les autres marchés.

Il devient donc un peu plus difficile de trouver les sociétés qui nous intéressent, ce qui nous incite à modifier légèrement notre politique d'investissement.

L'idéal serait que nous achetions des sociétés excellentes à un prix très bas et que nous les conservions pour toujours. Mais c'est plus difficile maintenant pour deux raisons : il existe très peu d'excellentes sociétés cotées à des prix bas ; et, lorsqu'elles existent, leurs cours ont tendance à grimper en flèche.

...ce qui nous incite à modifier légèrement notre politique d'investissement (pas notre philosophie !)

Ceci va nous forcer à acheter des sociétés comportant un potentiel de plus-value de 20 à 40 % (tout simplement parce qu'elles sont sous-évaluées) et de les vendre relativement rapidement dès que ce potentiel est atteint. Notre rentabilité devrait donc se maintenir à un bon niveau mais nous devons nous résigner à nous séparer de nos sociétés plus rapidement ... et à travailler encore plus dur pour trouver des sociétés de remplacement.

Dans tous les cas, nous pensons sincèrement que nous pouvons toujours trouver assez d'opportunités qui offriront des rendements solides à nos investisseurs : malgré la croissance exponentielle du fonds LTIF, le fonds est toujours petit en valeur absolue et les liquidités dont il dispose peuvent être investies en toute sécurité. Comme nous l'avons dit, dès l'instant que nous plaçons nos économies dans des sociétés solides, achetées à des prix raisonnables, nous pouvons ignorer les soubresauts des marchés. Sur le long terme, nos bénéfices seront tout simplement multipliés jusqu'à ce que le marché reconnaisse la vraie valeur de nos investissements.