

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information avril 2003

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

Pour consulter nos lettres d'information précédentes (août 2002), veuillez cliquer sur ce lien : www.ltif.com/January 2003.pdf

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

Performances de notre portefeuille

Nos principaux outils d'évaluation sont le « bénéfice par action » du fonds, « le rendement du capital investi », et la « valeur intrinsèque » de chaque action du fonds (ces éléments sont expliqués de manière détaillée à la section « **Manuel de l'investisseur** » de notre site Internet). Il se peut que nous y ajoutions le rendement en dividendes car la plupart de nos sociétés versent des dividendes généreux (le rendement moyen est supérieur à 3 %) mais nous réinvestissons ces dividendes en achetant d'autres actions, et ils apparaissent donc dans les outils d'évaluation précédents : nos bénéfices sont plus importants car nous avons acquis davantage d'actions, sans que les investisseurs aient dû apporter de l'argent supplémentaire dans le fonds.

Nos résultats pour 2002 sont les suivants :

Bénéfices par action	13,04 €
Rendement du capital investi	16,10 %*
Valeur intrinsèque	70,14 €

* Ceci fait référence aux actions que nous détenons actuellement dans notre portefeuille. Nous avons vendu quelques actions à perte.

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

Performances de notre portefeuille (suite)

2002 a été notre premier exercice d'existence. Lorsque nous avons lancé le fonds, au mois de janvier, la valeur intrinsèque était de 100 euros par action : toutes nos ressources étaient des liquidités. En investissant cet argent et en achetant des participations dans des sociétés, nous avons souvent dû payer une prime : peu de sociétés peuvent être achetées à un montant inférieur à leur valeur comptable (même si nous avons réussi à le faire parfois). Nous avons échangé 100 euros, un montant qui rapporte peu (s'il est conservé en liquidités) pour 70,14 € de participations dans des sociétés générant un rendement moyen de 18,4 %. Si ce rendement est maintenu (comme nous pensons qu'il le sera puisque c'est en nous basant sur cette prévision que nous les avons choisies), nous constaterons très rapidement que la valeur intrinsèque de notre investissement est bien supérieure à notre mise de fonds initiale. Naturellement, au fur et à mesure que de nouveaux investisseurs rejoindront le fonds, notre rentabilité sera temporairement diluée mais nous n'avons pas prévu d'apports massifs (la valeur du fonds a augmenté d'environ 15 % depuis son lancement).

En fait, les perspectives sont bonnes. Au cours de trois premiers mois de 2003, toutes nos sociétés ont augmenté leur rentabilité. Nous avons acheté ces sociétés à un prix très bas : le ratio moyen cours/bénéfice est de 6,5 mais les bénéfices de ces sociétés ont augmenté de plus de 10 %. Quelle que soit la direction que les marchés vont prendre, nous sommes assez confiants et pensons que, d'ici à la fin de l'année, nos investissements vaudront beaucoup plus qu'aujourd'hui.

S'agissant de la valeur liquidative (la valeur du portefeuille, au cours du marché, à un moment donné), elle s'est relativement bien tenue en 2002 (-6,8 %), et a été stable en 2003 (-2,8 % au 31 mars, mais +2,2 % à la fin de la première semaine d'avril).

Nos investisseurs savent que la valeur liquidative n'est pas le meilleur moyen pour évaluer ce portefeuille, au moins pour les trois premières années : la raison étant que nous achetons de bonnes sociétés qui sont mal perçues sur le marché et qu'il est possible de les acheter à des prix inférieurs à leur valeur intrinsèque. Mais il ne serait pas réaliste de croire que, juste après les avoir achetées, le marché va soudainement réaliser son erreur. Bon nombre de ces sociétés mettront du temps à retrouver un cours reflétant leur valeur réelle. Mais cela arrivera un jour. En tout état de cause, elles continuent d'augmenter leurs bénéfices et de payer des dividendes. Même si le marché ne leur attribue jamais une valeur supérieure, le simple fait que leurs bénéfices augmentent devrait garantir une augmentation à moyen terme du cours du marché de ces actions.

Mouvements du portefeuille

Depuis la dernière Lettre d'information (janvier 2003), nous n'avons vendu qu'une seule société et en avons acheté une autre. Nous avons néanmoins augmenté notre pondération dans plusieurs sociétés dans lesquelles nous détenions déjà des participations.

Nous avons vendu Uniland, comme nous l'avons mentionné dans notre Lettre d'information du mois de janvier parce que nous y étions obligés : les actionnaires majoritaires ont décidé de privatiser la société ce qui nous a « spolié » d'un excellent

investissement. Nous avons acheté Uniland à un prix vraiment bon marché, avec un ratio cours/bénéfice (4) inférieur à son taux de rendement (5 %). Notre consolation, compte tenu de la rentabilité de la société, est que nous avons tous été bien récompensés, même si cette récompense n'est pas très généreuse : le prix final s'est traduit par une plus-value de 70 %, incluant les dividendes perçus. C'est triste de perdre un investissement pareil mais, si l'on y pense, ce n'est pas du tout un mauvais rendement sur un an. C'était notre participation la plus importante.

Nous avons acheté Natuzzi SpA. Natuzzi est une société italienne, basée près de Naples qui détient le plus grande part de marché mondiale dans les salons de cuir vendus dans le monde entier sous les marques Natuzzi, Divani&Divani, et Italsofa. Elle a des usines en Italie, au Brésil et en Chine. Ses ventes sont réparties presque uniformément entre les Etats-Unis et l'Europe avec de plus petites entités dans le reste du monde. Elle est cotée à la Bourse de Londres et a une capitalisation boursière d'environ 500 millions d'euros.

La situation financière de la société est extrêmement saine : à la fin de 2002, elle disposait de 100 millions d'euros de liquidités et n'avait aucune dette. Elle est extrêmement rentable : sa rentabilité sur capitaux propres a tourné au-dessus des 20 % pendant les dix dernières années. La société verse régulièrement des dividendes assez conséquents (environ 3 % de rendement), en plus de dividendes spéciaux versés assez fréquemment, lorsque les liquidités s'accumulent.

Sa stratégie, au cours de cinq dernières années, a été une stratégie « d'intégration à terme » : elle engage des dépenses pour développer une marque très connue et son propre réseau de distribution. Elle a ouvert une douzaine de magasins spécialisés au cours des cinq dernières années et a prévu d'en ouvrir encore beaucoup d'autres à court terme, plus un certain nombre de « galeries », qui sont en quelque sorte des « magasins dans les magasins » spécialisés, situés dans les plus importants grands magasins des Etats-Unis. Nous pensons que cette stratégie est excellente car il se peut que les fabricants à bas prix finissent par prendre une part significative du marché (bien que les frais de transport élevés amoindrissent quelque peu les avantages d'une main d'oeuvre bon marché). Mais la marque, le design et la distribution sont beaucoup plus difficiles à attaquer (pensez à Nike qui ne produit pas une seule chaussure). Il semble que la mise en oeuvre de la stratégie ait été réussie jusqu'à ce jour.

Nous avons été en mesure d'investir dans cette position à un prix extrêmement faible, d'environ 4,5 fois les bénéfices de 2002. Comme d'habitude, il nous est difficile de comprendre la raison pour laquelle le marché évalue la société à un niveau si bas actuellement, mais nous sommes habitués, en ces temps de volatilité extrême, à ce genre d'opportunité. La société vient de publier ses comptes pour 2002, qui sont bons, et prévoit un bénéfice légèrement plus important pour 2003. Même si elle répète simplement la performance de cette année, les résultats seront vraiment excellents.

Performances de nos sociétés

La plupart de nos sociétés ont enregistré d'excellents résultats en 2002. En fait, elles ont toutes atteint des bénéfices record mis à part celles indiquées ci-dessous. Et ce qui est encore mieux, c'est qu'elles ont prévu une année 2003 très forte, et des bénéfices qui seront au moins au même niveau.

Le résultat d'exploitation d'ABN AMRO a été soutenu en 2002 mais le bénéfice net a été rabaissé au cours du premier semestre à cause de passations en charges dues à Worldcom, Enron, et à d'autres problèmes. La seconde partie de l'année était déjà très soutenue et les prévisions pour 2003 sont bonnes.

Hunter Douglas traverse un passage à vide : les bénéfices de 2002 s'établissent à 3,07 € contre 3,08 € en 2001. La société n'a pas donné d'indications très claires pour 2003 bien qu'elle insiste sur le fait que sa position à long terme soit forte. Elle continue d'acheter des sociétés à des prix raisonnables ce qui consolide le secteur.

Petroleum Development, en tant que producteur de gaz naturel, est fortement tributaire des prix de cette matière première. Les résultats de 2002 n'étaient pas très bons (bpa 0,57 \$ contre 0,9 \$ en 2001), mais les prix de l'énergie augmentent et ce premier trimestre est en train de prendre une bonne tournure. La société pourrait facilement doubler ses bénéfices en 2003.

Enfin, Teleplan, comme de nombreuses autres « sociétés high-tech », a dû passer en charges la plupart du « goodwill » provenant de l'achat d'un certain nombre de sociétés, il y a quatre ans, à des prix surévalués. Ces passations en charges n'affectent pas le cash-flow actuel (l'argent a été gaspillé à l'époque mais c'est un fait reconnu à présent). Elles réduisent néanmoins les bénéfices nets : en réalité, ce sont les bénéfices de l'exercice pendant lequel ces sociétés ont été achetées qui auraient dû être réduits. Mais le résultat d'exploitation, qui représente le paramètre déterminant pour le long terme, a été impressionnant. La société va sans nul doute enregistrer une croissance organique minimum de 20 % en 2003. À son prix actuel, c'est un excellent investissement et cette société devrait être en mesure de multiplier ses bénéfices par deux d'ici à quatre ans environ.

Du côté des bonnes nouvelles, Boskalis, Depfa, McCarthy et Stone et Sjaelsoe ont toutes enregistré des bénéfices records, avec des augmentations supérieures à 15 % et des cash-flows très élevés.

Pour obtenir des informations détaillées sur chacune de nos sociétés en 2002, veuillez consulter notre site Internet, à l'adresse www.ltif.com/investments.

Valeur liquidative

Pour obtenir des informations détaillées sur la Valeur liquidative du fonds, au 31 mars 2003, veuillez cliquer sur ce lien :

www.ltif.com/NAV March 2003.pdf