

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information janvier 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 notre lettre d'information précédente (août 2002), veuillez cliquer sur ce lien **www.ltif.com/August2002.pdf**

Commentaires sur la situation du fonds au 1^{er} janvier 2003

Nous ne disposons que de la performance intrinsèque sur 6 mois car les sociétés prennent du temps à communiquer leurs rapports de fin d'exercice. Nous devrions obtenir, fin février, les données relatives à la valeur intrinsèque de 2002. Nous serons alors en mesure d'évaluer la croissance de la valeur intrinsèque de nos participations pour les six derniers mois de 2002.

Certaines sociétés ont néanmoins avancé quelques résultats et nous avons l'impression que la plupart de nos sociétés ont enregistré une bonne année malgré les difficultés actuelles.

- **ABN AMRO** a été touchée au début de l'année par des affaires de fraude (Worldcom, Enron...) mais elle a appliqué une politique drastique de réduction de coûts et va terminer l'année par un bilan « acceptable », avec un résultat d'exploitation similaire à celui de 2001 et un bénéfice net légèrement inférieur à cause de provisions pour créances douteuses. Il convient de noter néanmoins que la rentabilité sur capitaux propres de 2001 a pratiquement atteint 30 % et que, même si ce chiffre devait être inférieur en 2002, cette société serait malgré tout très rentable.
- **Banco Andaluçia** va clore l'exercice avec une augmentation habituelle de bénéfices de 10 à 15 %, et enregistrer un autre record.
- **Bosakalis** (non incluse par le passé, car nous avons pris cette participation à la fin de l'exercice) a déjà annoncé une estimation d'augmentation de ses bénéfices de 5 à 10 % pour 2002, ce qui dépasse également les résultats de toutes les années précédentes. La société a prévu une année difficile pour 2003 mais pense maintenir une rentabilité et un rendement en dividendes (qui est actuellement supérieur à 6 %) comparables à 2002. Pour consulter les commentaires sur cette société, veuillez vous référer à notre site Internet **www.ltif.com/investments**.

- **Clinton Card** a connu une bonne année, avec, à nouveau, un bénéfice record.
- **Depfa Bank**, un autre ajout récent au portefeuille, a déjà annoncé un rendement sur capitaux propres de 20 % pour 2002. Pour consulter les commentaires sur cette société, veuillez vous référer également à notre site Internet www.ltif.com/investments.
- Pour **Deswell Industries**, cette bonne année a été marquée par l'augmentation de son chiffre d'affaires et surtout par l'achèvement de la nouvelle usine. Des contrats ont déjà été conclus pour cette nouvelle capacité de production. La société a procédé à un fractionnement d'actions au mois d'août et augmenté le versement des dividendes tout au long de l'année.
- **Dinamia** n'a réalisé aucun investissement substantiel au second semestre. Actuellement, les liquidités s'élèvent à 75 % de sa capitalisation boursière. Les sociétés du portefeuille ont enregistré des résultats assez bons.
- **Hunter Douglas** a connu une année difficile : le chiffre d'affaires et les bénéfices sont légèrement en dessous de ceux de l'année dernière (2 à 5 % de moins).
- **McCarthy & Stone** maintient un rythme très soutenu caractérisé par une augmentation de son chiffre d'affaires, de ses bénéfices et de ses dividendes qui ont tous atteint des niveaux record. Selon son Président, les perspectives pour 2003 (comme le révèlent des enquêtes et le marché de l'immobilier neuf) seraient supérieurs de 20 % aux résultats de l'année dernière.
- **Petroleum Development** a donné des résultats décevants : les bénéfices sont en baisse, à cause de provision pour déplétion bien que, en se basant sur le niveau du cash-flow, cette société va probablement terminer l'année au même niveau que 2001. Mais le paramètre clé, le prix du gaz naturel, est en amélioration et, s'il se maintient à ce niveau élevé, la société pourrait déjouer toutes les prévisions cette année.
- **Sjaelsoe** a maintenu sa forte rentabilité, a enregistré de nouveaux records et table déjà sur des résultats similaires pour 2003.
- **Teleplan** a bien avancé dans le cadre de ses plans de restructuration en Europe et terminera l'année en ayant réalisé ses objectifs (des bénéfices record à nouveau). Ses bénéfices sont encore en augmentation en 2003.
- Enfin, **Uniland** a enregistré de bons résultats (les bénéfices seront en hausse de 15 % environ à la fin de l'année, un nouveau record). Si bien que les actionnaires majoritaires ont décidé de la privatiser et nous devons donc vendre ces titres dans quelques semaines. En tout cas, la plus-value a dépassé 60 % sur l'année.

Vous trouverez ci-dessous une analyse détaillée de la performance au 30 juin 2002 et nous attendons les données pour effectuer une analyse de l'exercice complet. Cette analyse semestrielle a déjà été communiquée dans la lettre d'information d'août 2002 et est incluse ici à titre de rappel.

Performance intrinsèque au 30 juin 2002

Performance générale

Au cours de ces six premiers mois de l'exercice 2002, marqués par une situation économique mitigée, toutes nos sociétés ont enregistré d'assez bons résultats : elles sont toutes très rentables et plusieurs d'entre elles ont enregistré des bénéfices beaucoup plus élevés que l'année dernière.

Rendement sur capitaux propres 5,76 % (semestre)

Le rendement global a été de 5,76 % pour le semestre clos au 30 juin. Veuillez noter qu'il s'agit d'un indicateur *semestriel*. Pour avoir une idée de la rentabilité annuelle, il convient de doubler ce pourcentage. Ce rendement ne concerne que le capital investi. À partir du 30 juin, 8 % du capital du fonds était investi dans des dépôts à court terme.

Valeur intrinsèque 69,13 €

La valeur intrinsèque d'une action du fonds est de 69,13 €.

Le bénéfice par action du fonds est de 4,34 % (semestre)

Le bénéfice par action du fonds s'établit à 4,34 €.

Détails de la performance intrinsèque des participations au 30 juin 2002

Société	Capitalisation boursière	Prix d'achat	Bénéfice par action 1^{er} semestre	Valeur intrinsèque	Rendement du capital investi (%)
ABN AMRO (€)	26 754	19,17	0,59	7,15	3,08
B. Andaluçia (€)	1 010	41,35	2,39	27,37	5,79
Clinton Cards (£)	128	2,26	0,16	1,009	6,86
CAF (€)	117	32,85	1,51	36,97	4,61
Deswell Ind. (\$)	121	13,23	0,63	8,32	4,78
Dinamia (€)		11,56	1,00	20,50	8,65
OHL (€)	526	6,25	0,34	5,42	5,45
Hunter Douglas (€)	1 142	30,86	1,32	21,09	4,28
McCarthy & St. (£)	338	3,02	0,22	1,66	7,39
Pet. Development (\$)	81	6,08	0,34	6,25	5,53
Sjaelso (DKK)	610	291,63	2,46	176,59	0,84
Uniland (€)	280	57,82	5,93	55,21	10,26

Valeur liquidative au cours du marché, le 31 décembre 2002

La valeur de marché du fonds a baissé de 6,9 % en 2002, frais et dépenses compris

Comme nous l'avons répété plus haut, la valeur liquidative représente simplement le montant que quelques investisseurs étaient prêts à payer (ou à encaisser) pour certaines actions de notre portefeuille au 31 décembre 2002. Ainsi, à court terme, la valeur liquidative n'est pas un bon indicateur de performance.

Mais, naturellement, sur le long terme, le marché tiendra compte de la valeur réelle de nos sociétés et, à un certain stade et pour un motif quelconque, nos investisseurs souhaiteront liquider leurs positions. Il est alors logique de ne pas perdre de vue la valeur du marché de nos participations bien que, pour le premier semestre, ce soit moins important : nous investissons à long terme et, pour ce premier exercice, ils ont tout au plus un an d'existence.

C'est une bonne performance, en termes relatifs, bien que le fonds recherche une performance absolue

Ceci étant, la valeur de marché de notre fonds est excellente comparée aux indices. En fait, elle a surperformé les principaux indices de 20 %. Ce qui, en soi, ne nous apporte pas un grand réconfort car ce n'est pas avec la « performance relative » que nous allons régler nos factures : l'objectif de ce fonds est d'enregistrer de réelles plus-values, indépendamment de la performance des indices. C'est la raison pour laquelle nous ne serons pas déçus si les indices s'envolent au cours d'une année, comme ils l'ont fait à la fin des années 1990 et de manière irrationnelle d'ailleurs, car notre objectif est une plus-value de 15 %.

Mais, au cours de sa première année d'existence, le fonds a dû composer avec un contexte défavorable qui a probablement pesé sur sa performance.

La performance négative est due essentiellement à la fraude d'une société qui a été signalée dans la lettre d'information du mois d'août

La fraude de la société Actrade a vraiment pesé sur les résultats, comme nous en avons discuté dans notre lettre d'information du mois d'août : nous avons acheté une société en nous appuyant sur douze ans de bons résultats. Elle s'est avérée être une société frauduleuse. Sans cette perte, le fonds aurait terminé l'année en enregistrant les mêmes résultats, en termes de marché, et aurait dégagé une plus-value suffisante pour couvrir toutes les dépenses.

De nouveaux ajouts au portefeuille devraient assurer une plus-value confortable pour 2003

Pour l'année prochaine, certaines actions que nous venons d'acheter devraient enregistrer d'excellentes performances, comme Boskalis et Depfa (voir descriptions à la rubrique « Investissements »). Cependant, la politique du fonds n'est pas d'essayer de deviner la tendance du marché : le prix de ces actions pourrait très bien rester pendant quelque temps à ce que nous considérons comme un niveau très bas... Mais, si les sociétés enregistrent les performances que nous avons prévues, le marché en tiendra compte.

La privatisation d'Uniland (qui nous permet de réaliser une plus-value de 65 %) n'est probablement pas un cas exceptionnel

C'est ce qui s'est passé en quelque sorte pour Uniland. La majorité des actionnaires viennent de décider de privatiser la société à un prix qui se traduira, pour le fonds, par une plus-value de 66 %. Il faut dire que c'est un peu dommage de devoir vendre une si bonne société mais nous ne pouvons pas vraiment nous plaindre de la plus-value que nous avons dégagée sur ce titre.

Il convient de noter que, bien que notre politique ne consiste pas à acheter ou conserver des actions en spéculant sur l'évolution du marché, nous détenons en portefeuille un certain nombre d'actions qui sont des candidats évidents à une privatisation ou une vente potentielle, pour un prix beaucoup plus élevé : la plupart de nos sociétés sont très sous-évaluées et bon nombre d'entre elles ont un actionnaire majoritaire qui serait tenté d'en tirer parti. Banco de Andalucia, Dinamia, Clinton Cards

et Sjaelsoe sont parmi ces candidats. Nous considérons cette éventualité comme une petite « option » qui serait attachée aux actions.

Pour le reste, il n'y a pas vraiment grand chose à dire, en termes de performance de marché. Teleplan a chuté à un niveau très bas (3,5 €) mais a doublé depuis. C'est notre plus grande « perte non réalisée » mais la société enregistre de très bons résultats et il n'y a aucune raison que le prix de son action ne monte pas le moment venu.

Sjaelsoe est probablement la société dont la performance est la plus incroyable : son activité est en plein essor, tout va bien et son cours a chuté. Elle s'échange désormais contre un ratio cours/bénéfice de 4, avec des contrats qui ont déjà été signés et qui garantissent un niveau de résultats élevés en 2003. Nous avons acheté encore plus de titres mais ne souhaitons pas accroître trop fortement sa pondération dans le portefeuille. Lorsqu'elle montera, sa pondération augmentera naturellement.

Le tableau ci-dessous indique la performance de toutes nos participations au mois de décembre 2002. Les bénéfices (ou pertes) non réalisés font référence à l'exercice complet ou à la période commençant à la date d'achat.

Évolution de la performance de marché des actions détenues dans le portefeuille au 31 décembre 2002

Société	Prix	Actions	Valeur	Achat	Plus-value (€)	Plus-value (%)	Dividendes	Plus-value totale %
ABX.AX	15,58	19 108	297 703	19,17	-68 598	-18,73 %	2,35 %	-16,38 %
AND.MC	52,70	3 363	177 230	41,35	38 163	27,44 %	3,06 %	30,51 %
BOSK	19,27	20 000	385 400	18,72	10 950	2,92 %	-	2,92 %
CC.LON	1,67	119 500	305 334	1,42	45 562	17,54 %	5,28 %	22,82 %
DPFA	51,20	6 000	307 200	42,50	49 851	19,37 %	-	19,37 %
DSWL	14,50	16 650	230 561	13,23	21 146	10,10 %	6,83 %	16,93 %
DIN.MC	11,45	25 000	286 250	11,56	-2 750	-0,95 %	4,97 %	4,01 %
HUDN	28,55	10 000	285 500	30,86	-23 060	-7,47 %	1,83 %	-5,64 %
MCCS	3,13	80 500	384 952	3,02	13 610	3,67 %	4,36 %	8,03 %
PETD	5,30	72 000	364 428	6,08	-53 770	-12,86 %	-	-12,86 %
Sjaelsoe	248,00	12 000	400 801	292,54	-71 986	-15,23 %	-	-15,23 %
TEL	6,41	50 000	320 500	10,22	-190 585	-37,29 %	-	-37,29 %
UND.MC	93,25	6 500	606 125	57,82	230 280	61,27 %	4,13 %	65,40 %
TOTAL					-1 187	-0,03 %	2,17 %	2,15 %

Remarque : Ceci ne correspond pas à la Valeur liquidative car certaines pertes réalisées, des liquidités et des contrats à terme ne sont pas libellés en euros.

Pour obtenir des informations détaillées sur la Valeur liquidative du fonds au 31 décembre 2002, préparées par des agents administratifs indépendants, veuillez cliquer sur ce lien :
www.ltif.com/NAV 31.12.02.pdf

Répertoire

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