

Fonds de placement à long terme (Long-Term Investment Fund)

Lettre d'information octobre 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.¹

Performances de notre portefeuille

Nos sociétés continuent d'enregistrer de bons résultats. Les résultats ont été particulièrement soutenus au cours du dernier trimestre chez Depfa (bénéfice par action en hausse de 37 % par rapport à l'année dernière, rentabilité sur capitaux propres après impôt de 32,8 %), Barratt Development (bénéfices en hausse de 27 %, RCI de 37 %), Posco (bénéfices multipliés par plus de deux), Samsung Electronics (bénéfices en hausse de plus de 50 %, rentabilité sur capitaux propres au-dessus de 35 %) Bam Group, etc. Boskalis traverse toujours une période difficile avec un bénéfice net qui s'établit seulement à 7,4 M€ pour le premier semestre de 2004, contre 32,7 M€ en 2003, bien que le cash-flow ne soit qu'en légère baisse. De plus, la plupart de nos sociétés pétrolières ne tirent pas encore profit des prix élevés du pétrole car elles ont vendu à terme la plupart de la production de cette année à un prix qui était considéré il y a un an comme un bon prix (autour de 23 \$). Ces contrats à terme n'arrivent à échéance que l'année prochaine et nous devons donc nous attendre à quelques trimestres médiocres (par rapport à ce qu'auraient pu être les résultats).

Répertoire LTIF

Administrateur :

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

Conseiller :

Strategic Investment Advisors,
SA
4 Rue de l'Ecole de Chimie
1204 Genève
Suisse

La Valeur liquidative de 159 € par action est en hausse de 9,25 % pour le trimestre et de 18,39 % sur un an glissant

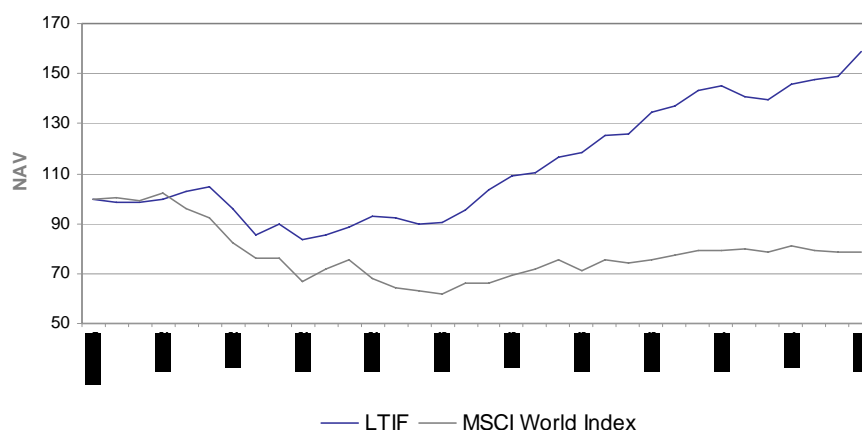
Les encours sous gestion sont désormais de 18 362 052 €

Mouvements du portefeuille

Nous avons vendu Caemi et réalisé une plus-value d'environ 50 % en 9 mois.

Les marchés ont reconnu la valeur réelle de certaines de nos sociétés, ce qui a fait passer la valeur liquidative du fonds à 159 € par action (la valeur de marché des actions détenues au 30 septembre), soit une hausse de 9,25 % pour le trimestre et de 18,39 % depuis le 1^{er} janvier. Les actions qui ont le plus progressé au cours du trimestre sont Bam, Canadian Natural Resource, et Posco, et celles qui ont le moins progressé sont Barratt Development, Petrocanada et Samsung Electronics. Nous avons profité de la « performance » médiocre des actions Barratt Development et Petrocanada pour renforcer nos positions sur ces titres. Le graphique ci-dessous établit une comparaison entre la progression de la valeur liquidative du Fonds et l'Indice Morgan Stanley World Index.

Valeur liquidative LTIF par action, par rapport à l'indice MSCI World Index



Les encours sous gestion s'établissent à 18 362 052 €. Ce chiffre comprend un rachat temporaire net qui a déjà été réinvesti au mois d'octobre.

Nous n'avons pas acheté de nouvelles sociétés mais renforcé nos positions dans Canadian Natural Resources, Canadian Oils Sands Trust, Nexen Energy, Petrocanada, Suncor, Depfa Bank, Bam Group, Barratt Development et McCarthy and Stone.

Nous avons vendu Caemi, la société brésilienne qui est le leader mondial dans la production de minerai de fer. Nous pensons que c'est une excellente société et qui a un grand avenir devant elle. Mais son prix avait atteint les critères très exigeants que nous avons fixés en terme de valorisation, et nous l'avons donc vendue en dégageant une plus-value d'environ 50 % sur neuf mois.

Quelques réflexions sur le pétrole

Le pétrole représente désormais 20 % de la valeur du Fonds

Le potentiel de plus-value excède 100 % sur les deux à trois prochaines années

Le monde a besoin d'environ 4 millions de barils/jour provenant de nouvelles sources de pétrole pour répondre à cette demande : c'est plus que le pic de production pétrolière de l'Irak

Dans la lettre d'information précédente, nous avons mentionné que notre position dans les sociétés pétrolières canadiennes représentait 15 % de la valeur du fonds et que nous expliquerions de manière plus détaillée cette décision dans la présente lettre d'information.

Le pourcentage actuel des valeurs pétrolières par rapport au total du fonds dépasse désormais 20 %. Ceci est surtout dû à l'augmentation de la valeur de certaines positions mais s'explique également par le fait que nous avons renforcé certaines de ces positions grâce aux nouvelles entrées. Pour éviter que les lecteurs ne pensent que cette position est trop importante, nous aimerions leur rappeler que, en 1980, les sociétés énergétiques constituaient 28,1 % du S&P 500, alors que les sociétés financières ne représentaient pas plus de 5,7 %. Ces chiffres sont aujourd'hui de 6,2 % pour l'énergie et de 21,2 % pour les financières mais, à notre avis, il se pourrait que nous nous trouvions bel et bien au début d'un nouveau retournement de tendance à long terme qui va replacer le secteur énergétique dans une position prééminente.

Nous pensons que ces sociétés représentent une opportunité exceptionnelle de réaliser des plus-values : la plupart d'entre elles sont valorisées à moins de 50 % de ce que nous estimons être leur valeur nette actuelle.

La raison de cet écart très marqué entre la valeur et le cours est que le « marché » a utilisé un cours de baril de pétrole de 20-25 \$ pour calculer la valeur de ces sociétés. Nous pensons que cette base est fautive.

Naturellement, le pétrole peut fluctuer (et fluctuera) à court terme. Mais en achetant des titres d'une société pétrolière qui possède des réserves énormes, ce que nous faisons, nous « achetons » en fait un cours du pétrole sur une longue période. La question n'est pas tant de connaître l'évolution du cours du pétrole sur quelques mois (ce que nous ignorons) mais de savoir quel est le prix raisonnable anticipé pour la prochaine décennie.

Nous avons quelques idées sur ce point. La consommation mondiale de pétrole est en progression d'environ 2,5 % par an. Ceci signifie que, dans cinq ans, la production nette doit avoir augmenté de plus de 15 %. La consommation actuelle est d'environ 82 millions de barils par jour. L'augmentation annuelle représente donc une production 2 nouveaux millions de barils par jour. Mais la production mondiale perd environ 1,5 million de barils par jour à cause de l'épuisement des ressources dans les vieux gisements de pétrole. Ce qui veut dire que 3 à 4 millions de barils/jour de pétrole supplémentaire doivent être produits tous les ans pour répondre à la demande. Pour donner un ordre de grandeur au lecteur, la production de l'Irak, au moment de son pic de production, était de 3 millions de barils par jour. Ceci signifie que la capacité iraquienne, dont on a tant fait l'éloge, et qui devrait être en exploitation maintenant, ne représente pas plus d'un an de demande supplémentaire. En d'autres termes, le monde a besoin d'un nouveau pays producteur comme l'Irak tous les ans pour satisfaire la demande. Mais, même l'Irak à lui tout seul ne produit pas ces quantités...

Il est improbable que ces quantités soient fournies à des prix bien inférieurs aux cours actuels

La valorisation des sociétés possédant d'énormes réserves est tellement basse qu'un mouvement baissier n'aurait qu'une incidence faible : ces titres représentent un excellent investissement

Les valeurs énergétiques représentent une excellente couverture naturelle car elles sont corrélées négativement avec l'ensemble du marché

Dans ces circonstances, nous ne pensons pas que le monde soit sur le point de manquer de pétrole. Mais une chose est claire : après vingt ans de sous-investissement, le secteur a atteint ses limites et n'a plus aucune chance de pouvoir produire un pétrole bon marché. À partir de maintenant, le pétrole devra provenir de l'exploitation de couches plus profondes de champs de pétrole existants, de découvertes de puits de pétrole en eaux profondes et de sables bitumineux. Toutes ces solutions ont un coût élevé et tardent à voir le jour. En fait, Goldman Sachs a estimé que le coût marginal de production des producteurs actuels à coûts élevés est déjà au-dessus de 35 \$ le baril. Cette situation explique le prix à terme à six ans (légèrement supérieur à ce chiffre) des contrats actuels et constitue la raison pour laquelle les prix ne vont pas baisser à long terme, sauf, ce qui est extrêmement improbable, en cas de découvertes considérables de nouveaux puits de pétrole d'une qualité élevée, d'un coût d'extraction très bon marché.

Pour toutes ces raisons, nous pensons que le fragile équilibre de l'offre et de la demande qui prévaut actuellement pourrait bien perdurer sur une longue période et maintenir les prix du pétrole à un niveau élevé.

Ces sociétés ont des réserves importantes au Canada. Il n'existe donc aucun risque politique ni aucun risque lié à l'exploration car ces sociétés possèdent déjà le pétrole. Ces sociétés seraient d'excellents investissements avec un prix moyen du pétrole à 25 \$ le baril sur les 10 prochaines années : leur taux de rendement serait au-dessus de 10 % et elles ont une corrélation négative avec le reste du marché. Mais, si le pétrole reste au-dessus de 35 \$, ces titres deviendraient alors d'incroyables vaches à lait. Pour vous donner une idée : si le pétrole atteignait 40 \$ d'ici à 2007 (je tiens à rappeler aux lecteurs que, au moment de la rédaction de la présente lettre d'information, le pétrole a déjà dépassé la barre des 45 \$ pendant plusieurs mois), le rendement en dividendes de Canadian Oil Sands Trust par rapport à son cours actuel serait de 15 %. Ou, en présentant les choses différemment, son cours serait très probablement multiplié par trois. Si le pétrole se stabilise autour de 50 \$, le rendement en dividendes sera au-dessus de 20 %.

Ces investissements ne sont pas, à notre avis, des investissements spéculatifs mais des investissements à long terme. Nous ne tablons pas sur un prix du pétrole très élevé à court terme. Nous investissons dans des sociétés très bien gérées qui possèdent une matière première relativement rare et augmentent leur production. Même si le prix du pétrole baissait fortement et *continuellement*, ces sociétés verseraient des dividendes supérieurs à 4 % par an. Il est important de noter également que, si le prix du pétrole reste élevé, la plupart des autres positions en pâtiront. Le fait de détenir des sociétés pétrolières possédant de grandes réserves offre une excellente couverture contre cette éventualité. Aux prix actuels, nous pensons que nous ne pouvons pas nous permettre de laisser passer cette opportunité.

Nous jouons sur le long terme. Ce n'est pas le prix élevé au comptant du pétrole qui fait des sociétés pétrolières un bon investissement mais une faible valorisation par rapport au prix probable du pétrole à long terme

Perspectives de LTIF pour le reste de l'année 2004

Le ratio moyen cours/bénéfice est inférieur à 10 - le rendement en dividendes est supérieur à 3 %

La VL dépassera 25 millions € au cours des prochaines semaines

Strategic Investment Advisors, une société immatriculée à Genève qui a été fondée par le Prof. J. Carlos Jarillo, est le principal conseiller du Fonds

En fait, sur le conseil de Strategic Investment Advisors, SA (voir ci-dessous), un nouveau fonds est en cours de préparation. Il sera dédié aux valeurs énergétiques : pétrole, gaz naturel, charbon, hydroélectrique, uranium, etc. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous pensons que nous allons sortir d'un très long « marché baissier » pour les valeurs énergétiques, qui a laissé les prix à un niveau très bas, et le manque d'investissement, conjugué à une demande en hausse dans le monde entier, se traduira par des bénéfices plus élevés au cours de la prochaine décennie.

Les perspectives sont bonnes pour nos sociétés. La plupart d'entre elles vont continuer d'enregistrer d'excellents bénéfices au cours des prochains trimestres (par exemple, nos sociétés de construction ont déjà des carnets de commandes bien remplis et ont prévu des bénéfices pour l'année prochaine ; nos sociétés pétrolières verront l'arrivée à échéance de contrats à terme pénalisants. Mais leurs cours n'intègre pas encore cet élément : notre ratio cours/bénéfice moyen est inférieur à 10, le rendement en dividendes est supérieur à 3 %.

Le Fonds poursuit sa croissance. Le mois de septembre a été marqué par de nouveaux versements fermes, ce qui porte notre valeur liquidative au-dessus de 25 millions € pour le mois d'octobre. Nous pensons que nous allons peut-être atteindre, au cours de 2005 ou de 2006 la limite de 50 millions € que nous avons fixée. Nous constatons un vif intérêt de la part des investisseurs institutionnels dès lors que le recul est suffisant : au mois de janvier, le Fonds sera en mesure de calculer la « performance sur trois ans », un paramètre très utilisé par de nombreux investisseurs.

Enfin, le gestionnaire du Fonds, J3 Associates Ltd., a confié une mission de conseil à Strategic Investment Advisors, SA. Cette société, qui a été fondée à Genève par le Professeur J. Carlos Jarillo, est spécialisée dans le conseil aux gérants de patrimoine et aux gestionnaires du fonds sur la stratégie globale et des investissements spécifiques. Elle a signé un accord officiel avec Long-Term Investment Fund pour, entre autres, préparer ces lettres d'information, aider à définir une stratégie d'investissement, proposer des idées d'investissement spécifiques et analyser les secteurs et sociétés au plan individuel.