

LTIF - Fondo d'Investimento a Lungo Termine

Bollettino Luglio 2004

Come già spiegato nel Manuale del Titolare, gli investitori in LTIF devono prestare attenzione ai risultati delle nostre società per poter realizzare una stima del nostro andamento, più che ai prezzi delle loro azioni (e al valore di liquidazione del fondo, che rappresenta semplicemente la somma del prezzo delle azioni che possediamo ad una determinata data). È per questo che noi parliamo essenzialmente di "performance intrinseca" più che di performance delle azioni.

Per una descrizione completa della filosofia d'investimento in LTIF, e del relativo "Manuale d'Istruzioni", che illustra nei dettagli i nostri concetti di valorizzazione, come per esempio "valore intrinseco" e "utili del fondo per azione", siete pregati di far riferimento al nostro sito internet: www.ltif.com. Potrete inoltre consultare i nostri precedenti bollettini oltre ai risultati dettagliati del fondo dalla sua data di inizio delle operazioni.

Per qualsiasi altra richiesta, si prega di scrivere al seguente indirizzo e-mail: info@ltif.com

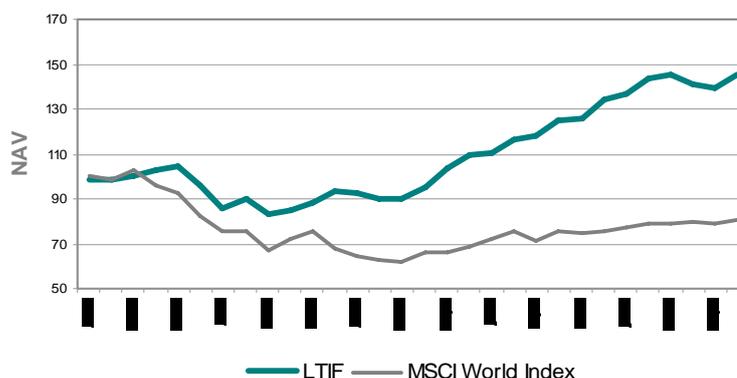
Risultati del nostro portafoglio

La profittabilità ha continuato a migliorare praticamente per tutte le nostre società.

Il valore di liquidazione del fondo è aumentato di un 8,37%, al netto di tutte le spese dal 1° di gennaio del 2004.

Ancora una volta, la maggior parte delle società nel nostro portafoglio si sono comportate molto bene nel corso dell'ultimo trimestre. Con l'eccezione di Bachoco, che ha visto cadere i prezzi complessivi dei suoi prodotti chiave (pollame e uova), ma ha generato ancora un buon flusso di cassa, e di Boskalis, che ha sperimentato l'attesa contrazione ciclica della domanda, tutte le altre nostre società stanno generando degli utili record, con dei tassi di crescita che in certi casi stanno superando il 30% anno dopo anno (come nel caso di Barrat, McCarthy & Stone, Depfa, Posco, ecc...). Le loro aspettative per il resto dell'anno sono in genere assai positive, il che ci fa pensare che il 2004 si chiuderà con una forte crescita del valore intrinseco del nostro portafoglio. Come sempre, potrete trovare ulteriori informazioni dettagliate nel nostro sito web: www.ltif.com

L'evoluzione del Valore Patrimoniale Netto del fondo, comparata con l'indice azionario globale MSCI, con dividendi (netti), in euro, è stata dalla data di inizio di operatività del fondo, come indicato nella tabella inferiore.



Direttorio del LTIF

Amministratore:

TMF Fund
Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Paesi Bassi
Telekurs: 1341036
Bloomberg: LONGTRM VI

Gestore investimento:

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Isole Vergini (GB)

Sede sociale:

Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Isole Vergini (GB)

Banca depositaria:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Ginevra
Svizzera

Il Valore del Patrimonio Netto totale è passato da 14.981.483 € alla fine di marzo scorso a 17.742.176 € al 30 di giugno del 2004.

Fin dall'inizio dell'anno, il Valore del Patrimonio Netto per azione (il valore di liquidazione) è salito fino all'8,37%, al netto di tutte le spese, il che significa che è stato un trimestre piuttosto fiacco (+0,16%). Questa esigua performance si riflette in un incremento di prezzo di alcune azioni (la maggior parte del settore petrolifero, ed alcune delle nostre azioni svizzere, come per esempio SIG e Zehnder) e in un ribasso dei prezzi delle azioni di alcune delle nostre posizioni chiave, ossia Depfa e McCarthy & Stone. Comunque non siamo affatto preoccupati per questa caduta dei prezzi, perché crediamo che il valore intrinseco di queste società continua ad aumentare. Infatti abbiamo approfittato di questo sviluppo per rafforzare le nostre partecipazioni azionarie a dei prezzi eccellenti.

Il fondo continua a crescere ed ha raggiunto attualmente la cifra di 17.742.176 €. Prevediamo poi una crescita ancor più rapida per l'afflusso di nuovi fondi in entrata per il resto dell'anno.

Novità del portafoglio

Abbiamo venduto Natuzzi (con rivalutazione del 30% nel corso degli ultimi due anni).

Abbiamo proceduto a vendere Natuzzi, S.p.A. Anche se crediamo ancora che sia una buona società, riteniamo che la diminuzione della sua profittabilità dimostrata nel corso dell'ultimo anno sarà permanente: il 50% delle vendite della società sono dirette al mercato USA, e non riteniamo che il dollaro possa risalire ai livelli precedenti al 2002. Inoltre, la società sta rispondendo alla concorrenza al ribasso della Cina con una vasta escalation di spese in azioni di marketing. Si tratta probabilmente di una strategia appropriata, ma finirà con deprimere gli utili nel prossimo futuro. Tenuto conto che il prezzo delle azioni è aumentato al di sopra del 30% dal momento del loro acquisto, e che l'indice differito P/E (rapporto costo/utile) si aggira intorno a 12-15, e che in nostra opinione non scenderà nel corso dei prossimi anni, abbiamo deciso di vendere, dato che abbiamo scoperto migliori opportunità in cui investire il nostro denaro.

Abbiamo comprato Samsung Electronics ed Imperial Sugar.

Samsung Electronics è l'impresa leader del mondo nella produzione di schermi piatti e di vari tipi di semiconduttori, ed una debuttante di successo nel mercato di terminali per la telefonia mobile (con una quota del 14% del mercato mondiale). Il prezzo delle sue azioni era particolarmente ridicolo per una società di quelle caratteristiche, con un P/E intorno a 5, specialmente con una profittabilità come questa e un indice ROE di redditività di capitale aziendale superiore al 35%!

Noi crediamo che ci siano varie ragioni per un prezzo così basso; l'intero mercato coreano è basso: perché gli investitori stranieri l'hanno abbandonato; perché le azioni delle tecnologiche sono in ribasso in tutto il mondo (e per una buona ragione, apprezzamento, potremmo aggiungere); e perché vi è dappertutto l'opinione diffusa che i prezzi degli schermi piatti cadranno in un breve futuro per eccesso di capacità. Senza negare questo ultimo punto, crediamo comunque che una comunicazione di aumento della domanda (grazie precisamente ai prezzi più bassi), di leadership tecnologica (Sony ha contrattato la produzione dei suoi schermi con Samsung) ed una quotazione estremamente bassa per iniziare, fanno di questo un solido investimento. La società genera flussi di cassa a ritmi allucinanti (cosa piuttosto rara per un'impresa leader in tecnologia) ed ha appena annunciato la distribuzione di un dividendo extra ed un piano di acquisto di azioni proprie.

Un'altra società che abbiamo comprato è Imperial Sugar, un'impresa americana (nonostante il suo nome) di produzione e confezione dello zucchero per uso sia industriale che domestico. Si tratta di una piccola società (capitalizzazione di mercato appena al di sopra dei 100 milioni di €), venuta fuori da un periodo di

riorganizzazione. Come succede spesso in questi casi con queste piccole società che hanno sofferto delle drastiche ristrutturazioni, il mercato non sa come quotarle... perché in realtà non importano a nessuno. Noi crediamo che il prezzo attuale sia, con tutte le riserve del caso, sia inferiore al 30% del valore intrinseco della società. Non la vediamo come una partecipazione a lungo termine perché il settore lascia molto a desiderare, ma si tratta comunque di un modo sicuro per realizzare dei rendimenti interessanti con un rischio permanente basso.

Le società petrolifere attualmente costituiscono il 15% del nostro portafoglio.

Abbiamo aggiunto al nostro portafoglio Canadian Oil Sands Trust, Suncor Energy, e Petrocanada.

Continuiamo a lavorare sulle nostre partecipazioni azionarie in società petrolifere. Non stiamo comprando società petrolifere perché i prezzi a breve termine si inaspriranno (se non lo stanno già facendo). Infatti la maggior parte delle società petrolifere mettono al riparo dai rischi (vendendo a termine) una parte importante della loro produzione, il che significa che quest'anno non stanno generando l'incremento di utili che potrebbe indicare gli attuali prezzi degli idrocarburi, perché hanno effettuato operazioni di copertura in base ai prezzi dell'anno passato (intorno a una media di 25 \$ il barile). Noi compriamo invece perché crediamo che a lungo termine i prezzi dell'energia non potranno aumentare oltre e che la maggior parte dei prezzi delle azioni di queste società non riflette questo fatto. Molti operatori di mercato *vogliono* credere che il prezzo degli idrocarburi scenderà fino ai 20 \$ il barile e le società che compriamo per il fondo hanno dei prezzi di mercato che implicano che presuppongono questo livello. Ma non crediamo che ciò avverrà nel lungo periodo, anche se si possono verificare delle cadute temporanee dal livello attuale.

Di conseguenza noi compriamo società con la migliore media di rapporto prezzi su riserve, che siano ben amministrate, e che non comportino rischi politici. Questo ci ha condotto verso il Canada, dove abbiamo trovato alcune società interessanti in cui investire.

Tra queste società, Canadian Oil Sands e Suncor emergono per le loro enormi riserve di sabbie bituminose. Questo petrolio, costoso da produrre, ha un certo numero di vantaggi: evita la necessità di spese per esplorazioni perché c'è già; le riserve sono enormi, difatti Canadian Oil Sands possiede riserve per almeno 65 anni, (comparate con quelle della Shell che non arrivano a 7 anni); e la loro profittabilità crescerà enormemente se i prezzi degli idrocarburi aumenteranno un po': l'"effetto leva" è più lungo quanto i costi sono più alti (un aumento di 1 \$ nei prezzi fa decollare i margini si sparano se fossero solo a 4 \$, e non li affetta così tanto se fossero già a 15 \$).

In aggiunta, tutte le società che abbiamo comprato hanno solidi piani di espansione, e vendono a multipli bassi. Ciò implica che anche se il prezzo degli idrocarburi dovesse scendere a breve o medio termine, gli utili comunque aumenteranno (aiutati dall'incremento del volume di vendite e dai migliori termini di copertura) e la nostra profittabilità come investitori sarebbe comunque assicurata, perché le abbiamo comprate a prezzi veramente bassi.

Nel corso dell'ultimo quadrimestre, abbiamo proseguito a lavorare su questa linea, ed abbiamo riaggiustato il nostro portafoglio di partecipazioni in società petrolifere affinando la nostra valutazione su tutte queste società.

Abbiamo probabilmente raggiunto i limiti di investimento in petrolifere come percentuale del nostro portafoglio, ma il tema è così importante che vi dedicheremo la prossima edizione del nostro Bollettino per effettuare un'analisi approfondita del settore.

Nel nostro prossimo bollettino esamineremo nei dettagli il settore petrolifero, dal punto di vista di un investitore in valore.

Prospettive

I mercati stanno subendo delle correzioni: gli utili sono aumentati e i prezzi delle azioni non si sono mossi, ma sono comunque ancora alti.

Come risultato, non vediamo un buon potenziale per un apprezzamento degli indici sul lungo periodo.

Il nostro portafoglio è assai ben posizionato per il medio termine.

I mercati sono ancora troppo alti; un indice P/E medio superiore a 15 offre rendimenti impliciti inferiori al 7%. Naturalmente, l'alta crescita degli utili incrementa i rendimenti, ma l'intero mercato non può incrementare gli utili ad un passo più rapido di quello del Prodotto Nazionale Lordo del ciclo economico. Di conseguenza prevediamo un lungo periodo di performance veramente mediocri degli indici. Questo può essere ottenuto in due modi differenti: con oscillazioni violente, come nel periodo 2002-2003, per poi finire allo stesso livello, o semplicemente restando fermi allo stesso livello, come nella prima metà di quest'anno. Ma in entrambi i casi, investire negli indici non è una posizione vincente per il lungo termine, quando si inizia con un punto di partenza caro.

Ma è possibile trovare ancora del valore, come dimostrato dal nostro portafoglio. La crescita degli utili aggregati quest'anno supererà il 20%, mentre l'indice P/E è al di sotto di 10. Qualsiasi cosa facciano i mercati e comunque vadano i prezzi delle azioni delle nostre società, noi crediamo che questo portafoglio costituisca un investimento solido a lungo termine.