

LTIF - Fondo d'Investimento a Lungo Termine

Bollettino Luglio 2003

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

Praticamente tutte le nostre società hanno generato utili eccellenti

Il valore di liquidazione del fondo è aumentato più del 17% durante i primi sei mesi dell'anno.

Il primo trimestre dell'anno, per il quale solo adesso abbiamo potuto raccogliere tutti i dati, ha visto degli eccellenti progressi nella profittabilità del nostro portafoglio.

Con poche eccezioni, delle quali parleremo più oltre, tutte le nostre società hanno sperimentato un trimestre veramente redditizio, la maggior parte delle quali registrando un ranking di utili record. Anche se in nostra opinione i risultati trimestrali non sono assai significativi, dato che le normali fluttuazioni nel mondo reale (per esempio non vi contribuiscono molto i casi di "contabilità creativa") tendono ad essere alte, la verità è che la maggior parte delle nostre società godono di una forte posizione competitiva consolidata. Nella prossima edizione del nostro Bollettino saremo in grado di presentarvi la situazione semestrale dei rendimenti sui costi e del valore intrinseco del fondo (la maggior parte delle società non hanno ancora pubblicato i loro risultati semestrali), ma vi possiamo anticipare che saranno eccellenti.

Forse grazie anche alla diffusione di questi risultati sulla sua profittabilità, il valore di liquidazione del fondo (il valore che il mercato attribuisce al portafoglio in un determinato momento), si è incrementato in misura superiore al 17% in questi primi sei mesi, al netto di tutti i costi.

Direttorio del LTIF

Amministratore:

TMF Fund
Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Paesi Bassi

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

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI

Risultati del nostro portafoglio (cont.)

A questa valutazione ha contribuito un esteso ricorso ad operazioni di copertura valutaria su tutti gli investimenti non denominati in euro. Questo significa che abbiamo evitato ogni eventuale perdita causata dalla caduta della quotazione del dollaro.

Tuttavia, come ben sanno gli investitori di LTIF, il valore di liquidazione non è lo strumento migliore per valutare il successo di un investimento a breve termine. I mercati attualmente sono a livelli molto alti, e potrebbe cadere, trascinando tutte le quotazioni con loro. Ma, dato che le nostre società continuano ad essere redditizie, gli investitori possono stare tranquilli che il valore di liquidazione a medio termine si incrementerà, data l'evidente valutazione al ribasso del nostro portafoglio.

(D'altra parte, i mercati potrebbero invece continuare pure a salire: quando il Nasdaq raggiunse la prima volta i 1500 punti alla fine degli anni '90, molti seri investitori si sarebbero comunque convinti che era fortemente sopravvalutato. Ebbene, in effetti *era vero*, ma ciò non gli impedì ad ogni modo di raggiungere i 5000, per poi cadere al di sotto dei 1000. Noi investitori di LTIF *sappiamo* che il valore del mercato attualmente è troppo alto, ma non abbiamo la più pallida idea di come si evolverà sul breve periodo).

Novità del portafoglio

Abbiamo messo in vendita due società, per differenti ragioni ed abbiamo proceduto ad acquistarne altre due.

- Abbiamo proceduto alla vendita di Banco Andaluía perché ritenevamo che avesse raggiunto la sua quotazione massima. Con un P/E (rapporto prezzo/utile) superiore a 10, e delle prospettive di crescita poco chiare, non vedevamo il modo di raggiungere, a questo prezzo il nostro obiettivo previsto del 15% di rendimenti a lungo termine. L'abbiamo venduta ricavando un reddito da capitale di circa il 50%, dopo un anno e mezzo dal suo acquisto.
- Abbiamo proceduto alla vendita di ABN AMRO perché eravamo pessimisti sul suo futuro a medio e lungo termine. Il settore bancario sta ricavando la maggior parte dei suoi utili dal mercato ipotecario negli USA. Gli attuali bassi tassi di interesse hanno incoraggiato molte persone a rifinanziare le loro ipoteche (e di conseguenza a spendere i soldi in beni di consumo, cosa che per certo non promette bene per l'economia USA o la quotazione del dollaro attesa per il futuro). Ma con dei tassi centrali all'1%, non vediamo come si possa sostenere questo processo. Gli utili del settore bancario adesso possono solamente invertire bruscamente di direzione, e per un periodo di tempo relativamente lungo. Abbiamo venduto registrando una perdita di capitale intorno al 15%.

Abbiamo proceduto all'acquisto di Husky Energy e del Zehnder Group.

- Husky Energy è una società canadese attiva nel settore della produzione di petrolio e gas naturale. Hanno anche una piccola rete di distribuzione in Canada, ma la parte rilevante delle loro attività si concentra nella ricerca e l'estrazione di petrolio e gas naturale. Come

abbiamo già detto in un precedente bollettino, noi riteniamo che ogni portafoglio decente debba contenere alcune società del settore energetico, sempre che tali società siano ben amministrate, redditizie e si possano comprare ad un prezzo relativamente basso. Il prezzo delle loro azioni potrà fluttuare, dato che il prezzo delle materie prime soggiacenti è volatile, ma se la società reinveste i suoi utili e incrementa i volumi di produzione, è solo una questione di tempo che attraverso un periodo di alti prezzi per generare dei risultati eccellenti (vedasi le nostre osservazioni più oltre in merito a Petroleum Development Corporation).

- Zehnder Group è una società svizzera leader mondiale nel settore degli impianti di riscaldamento e ventilazione, con presenza a livello globale. La società possiede un passato di profittabilità, è molto solida dal punto di vista strategico, e vende ad un prezzo veramente basso.

Performance delle nostre società

La maggior parte delle nostre società hanno registrato delle performance veramente ottime durante i primi sei mesi del 2003. Infatti, la maggior parte delle quali ha toccato degli utili record.

Il caso forse più evidente è quello di McCarthy & Stone, con una crescita degli utili fino all'80% su di un incremento del fatturato del 30%. La società è così sottovalutata, date le sue eccellenti performance, che è stata immediatamente oggetto di una OPA che è stata respinta dal suo Consiglio di Amministrazione che l'ha ritenuta troppo bassa. Le sue prospettive continuano ad essere buone, e nonostante il mercato dell'edilizia del regno Unito si stia raffreddando, la nicchia in cui opera la società (residenze per anziani), e le zone geografiche dove costruisce (alla periferia di Londra e a sud) lasciano intravedere delle ottime speranze per una profittabilità sostenuta.

Interessante è pure la situazione di Petroleum Development Corporation. Questa società ha registrato notevoli successi nell'esplorazione del gas naturale, incrementando costantemente il volume. E pochi mesi fa i prezzi del gas naturale sono saltati alle stelle, come risultato di una scarsità strutturale. Gli utili della società hanno registrato un forte ascesa... e così pure il prezzo delle sue azioni.

Tutte le altre società hanno mostrato un ottimo andamento, con le eccezioni puntuali di due sole società: Natuzzi e Teleplan.

Natuzzi ha riportato una caduta delle vendite del 14% per il primo trimestre, e un decremento degli utili del 41%, entrambi comparati con gli stessi risultati del primo trimestre del 2002, che peraltro erano stati stupefacenti. Le ragioni principali risiedono nella caduta del dollaro (la società destina quasi la metà della sua produzione al mercato USA) e alla forte concorrenza della Cina. Nonostante questi risultati deludenti, al momento non ne siamo troppo preoccupati: la società sta espandendo la sua produzione in zone a basso costo (Brasile, Romania, e la stessa Cina) e potenziando seriamente il suo marchio e la sua rete di distribuzione. Le azioni si vendono per un prezzo talmente basso che anche nell'ipotesi di un relativamente lungo periodo di scarsa profittabilità genereranno comunque un eccellente rendimento per gli azionisti.

E per finire, esaminiamo il caso di Teleplan, che ha fortemente deluso gli investitori. Solo poche settimane dopo aver pubblicato dei risultati piuttosto buoni per il 2002 e una proiezione ottimista di ripresa per il 2003, nel primo trimestre del 2003 annunciava degli utili nettamente più bassi, dandone la colpa alla caduta del prezzo del dollaro e alla perdita di un importante cliente. Abbiamo ritenuto che l'attuale basso prezzo delle sue azioni non ne giustifichi la vendita: a questo prezzo, anche una profittabilità ridotta genera comunque buoni rendimenti. Inoltre, crediamo che la sua profittabilità possa crescere. Ma vi dobbiamo confessare che la nostra fiducia nel management della società è rimasta alquanto scossa, e aspettiamo di vedere i risultati del secondo trimestre per poterci fare un'idea e prendere una risoluzione.

Valore di liquidazione

I dati statistici chiave per la valutazione del valore di liquidazione del fondo sono i seguenti:

STATISTICHE

Al 30 di giugno del 2003

Valore patrimoniale netto per azioni a partecipazione

109,19 €

Performance:

| | |
|---|--------|
| · Mensile | 5,79% |
| · Annuale fino alla data odierna | 17,28% |
| · Dalla data di inizio delle operazioni del fondo | 9,19% |
| · Performance rolling a 3 mesi | 20,76% |
| · Performance rolling a 6 mesi | 17,28% |
| · Performance rolling a 12 mesi | 14,30% |

Analisi statistica (Performance rolling a 12 mesi)

| | |
|--------------------------------------|--------|
| · Deviazione standard | 6,17% |
| · Deviazione standard (annualizzata) | 21,37% |
| · Indice di Sharpe (annualizzato) | (0,33) |