

LTIF - Fondo d'Investimento a Lungo Termine Bollettino Gennaio 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

Per visualizzare il nostro precedente bollettino (agosto 2002), cliccare su:

[www.ltif.com/August 2002.pdf](http://www.ltif.com/August%202002.pdf)

Annotazioni a gennaio 2003

Al momento disponiamo solo dei dati sulle performance intrinseche del primo semestre dell'anno, dato che per le società ci vuole ancora del tempo, prima di pubblicare i rendiconti di chiusura d'esercizio. Dovremmo poter disporre dei risultati relativi al valore intrinseco per il 2002 entro la fine di febbraio di quest'anno. Solo allora saremo in grado di poter stabilire la crescita del valore intrinseco dei nostri investimenti nel corso degli ultimi sei mesi del 2002.

Tuttavia, alcune società hanno già anticipato alcuni risultati e la nostra impressione è che praticamente tutte le società hanno sperimentato una buona annata, nonostante le difficoltà attuali.

- **ABN AMRO** è stata vittima all'inizio dell'anno delle frodi di Worldcom, Enron, ecc., ma è riuscita comunque a concludere con successo un impressionante taglio dei costi di esercizio, e sta chiudendo l'anno con un risultato "accettabile", con degli utili di gestione simili a quelli del 2001 e degli utili netti di poco inferiori, a causa delle spese per crediti inesigibili. Va ricordato tuttavia che il suo indice ROE (redditività del capitale aziendale) del 2001 è stato quasi del 30%, per cui anche in caso di rendimenti più bassi, la società dimostra di avere sempre un'alta profittabilità nel corso del 2002.
- **Banco Andalucía** chiuderà l'anno con la sua caratteristica crescita degli utili del 10-15%, registrando quindi un altro anno record.
- **Boskalis** (non inclusa in passati esercizi, in quanto acquistata alla fine dell'anno) ha già annunciato un incremento stimato degli utili del 5-10% per il 2002, superando di conseguenza tutti i risultati degli anni precedenti. Prevedono un 2003 "difficile", ma si aspettano di mantenere dei livelli di profittabilità e di rendimento dei dividendi (attualmente superiori al 6%) comparabili con quelli del 2002. Per un esame approfondito di questa società, vedasi il nostro sito web: www.ltif.com/investments.
- **Clinton Card** sta sperimentando una buona annata, e si prevedono ancora degli utili record.
- **Depfa Bank**, un'altra recente arrivata nel nostro portafoglio, ha appena annunciato che la sua profittabilità prevista proietta un ROE (redditività del capitale aziendale) del 20% per il 2002. Per un esame approfondito di questa società, vedasi il nostro sito web, www.ltif.com/investments.
- **Deswell Industries** sta andando bene, incrementando il fatturato e soprattutto ultimando il loro nuovo stabilimento, per la cui capacità hanno già ricevuto contratti. Hanno proceduto a frazionare le azioni ad agosto ed hanno aumentato il dividendo durante tutto l'anno.
- **Dinamia** non ha realizzato nessun investimento importante durante la seconda metà dell'anno. Alla data odierna, il contante ammonta al 75% della sua capitalizzazione di mercato. Le società del

suo portafoglio si stanno comportando ragionevolmente bene.

- **Hunter Douglas** sta affrontando un anno duro: il fatturato e gli utili saranno leggermente inferiori (tra il 2 e il 5%) rispetto a quelli dell'anno passato
- **McCarthy & Stone** sta andando veramente forte, con incremento di fatturato, profitti e dividendi, tutti a livelli da record. Secondo il suo Presidente, le prospettive per il 2003 (misurate in base alle richieste di informazioni e recenti costruzioni) sfiorano il 20% al di sopra quelle dell'anno passato.
- **Petroleum Development** ha sperimentato una performance deludente: gli utili sono scesi, a causa degli alti oneri di esaurimento, anche se per quanto riguarda il flusso di cassa probabilmente chiuderanno l'esercizio allo stesso livello del 2001. Ma il fattore chiave, il prezzo del gas naturale in aumento, se mantiene la sua forza attuale, la società potrebbe benissimo irrompere con forza nel corso di quest'anno.
- **Sjaelsoe** mantiene la sua forte profittabilità, battendo persino dei nuovi record, ed ha già anticipato che le previsioni saranno simili per il 2003.
- **Teleplan** ha fatto forti progressi nei suoi piani di ristrutturazione in Europa, e chiuderà l'anno materializzando le sue previsioni (ancora un anno di utili record). Si prevede che gli utili aumenteranno ancora nel corso del 2003.
- Per finire, anche **Uniland** è andata bene (chiuderà l'anno con un incremento degli utili intorno al 15%: un nuovo record). Tuttavia, il fatto che gli azionisti che controllano la società abbiano deciso di rastrellare tutte le azioni per delistare la società, ci obbligherà a vendere in poche settimane. In ogni caso, la rivalutazione del capitale ha superato il 60% durante l'anno.

Il seguente documento rappresenta un'analisi dettagliata della performance al 30 di giugno del 2002, in attesa della data per compilare un'analisi completa dell'anno. Era già stata inserita nel bollettino di agosto del 2002 e viene allegata alla presente come promemoria.

Valore intrinseco della performance al 30 giugno 2002.

Panoramica generale delle performance

Durante questi primi sei mesi del 2002, marcati da una tiepida situazione economica, tutte le nostre società sono andate relativamente bene: tutte quante sono risultate redditizie e molte di esse hanno reso guadagni significativamente superiori a quelli dell'ultimo anno.

Rendimento sul costo del 5,76% (primo semestre)

Il rendimento globale sui costi è stato pari al 5,76% per il primo semestre chiusosi al 30 di giugno del 2002. Si prega di notare che si tratta di una valutazione *semestrale*. Per potersi fare un'idea della profittabilità annuale si dovrà procedere a moltiplicarla per due. Si tratta di un dato esclusivamente sul capitale investito. Al 30 di giugno del 2002, l'8% del capitale del fondo era investito in depositi a breve termine.

Valore intrinseco 69,13 €. Il valore intrinseco di un'azione del fondo è pari a 69,13 €.

Utili per azione nel fondo 4,34€ (primo semestre)

Gli utili per azione nel fondo sono stati pari a 4,34 €.

Dettagli della performance intrinseca degli investimenti realizzati al 30 di giugno del 2002.

Società	Capitalizz. di mercato	Costo Acquisto	Utile per azione.*. (1° semestre)	Valore intrinseco	Rendimento su costo (%)
ABN AMRO (€)	26,754	19.17	0.59	7.15	3.08
B. Andalucía (€)	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

Valore di liquidazione o Valore del Patrimonio Netto a prezzi di mercato al 31 di dicembre del 2002.

Il valore di mercato del fondo è calato nel corso del 2002 di un 6,9%, inclusi tutti i costi e le spese.

Si tratta di una buona performance in termini relativi, anche se il fondo in realtà cerca rendimenti assoluti.

Come già ripetuto sopra, il Valore del Patrimonio Netto riflette semplicemente il valore che pochi investitori sono disposti a pagare (o ad assumere) per poche azioni delle nostre compagnie al 31 di dicembre del 2002. Di conseguenza, a breve termine non costituisce un buon indicatore della performance.

Naturalmente, a lungo termine il mercato invece riconoscerà il valore delle nostre società e, ad un momento determinato, alcuni dei nostri investitori desidereranno procedere alla liquidazione della loro posizione, non importa per quale ragione. È logico di conseguenza mantenere sott'occhio il valore di mercato dei nostri investimenti, anche se durante il primo anno si tratterà di un fattore particolarmente meno importante: i nostri investimenti vengono realizzati sul lungo termine, quindi nel corso di questo primo anno di operazione avranno tutti al massimo una durata di un anno.

Detto questo, il valore di mercato del nostro fondo è andato comunque estremamente bene, se comparato con gli indici. Infatti, ha registrato delle performance superiori del 20% rispetto a tutti gli indici più importanti. Questo di per se solo non è un risultato molto consolatorio, perchè non possiamo pagare le nostre fatture con "performance relative": lo scopo di questo fondo è quello di ottenere degli utili reali, a prescindere di come vadano gli indici. Per questo motivo, se gli indici cadono per un anno di seguito, come avevano già fatto alla fine degli anni 90, in un modo irrazionale, non ci sentiremo delusi: noi puntiamo al nostro 15% di rivalutazione.

Ma nel corso del suo primo anno il fondo ha dovuto combattere con un ambiente di mercato veramente negativo, che probabilmente ha pesato sulla sua performance.

La performance negativa è dovuta essenzialmente alla frode di una società, come riportato nel bollettino di agosto.

I nuovi acquisti del fondo potranno offrire una buona rivalutazione nel 2003.

Il delisting di Uniland (che ci frutterà una rivalutazione del 65% del capitale) probabilmente non rappresenta un evento isolato.

Ciò che veramente ha pesato è stata la frode di Actrade, esaminata nel bollettino di agosto 2002: avevamo comprato una società con quello che sembrava un track-record stellare di 12 anni, che si è rivelata una frode. Senza queste perdite, il fondo avrebbe potuto chiudere l'anno in termini di mercato, addirittura in pari, avendo sperimentato una rivalutazione sufficiente a coprire tutte le spese.

Per il prossimo anno, abbiamo delle nuove partecipazioni azionarie di recente acquisizione che dovrebbe andare estremamente bene, come per esempio Boskalis e Depfa (per la loro descrizione dettagliata vedasi la sezione "Investimenti"), ma la filosofia del fondo non è quella di cercare di indovinare le fluttuazioni del mercato: i prezzi delle azioni potrebbero perfettamente restare per un certo tempo a quello che noi consideriamo essere un livello troppo basso... ma se le società si comportano come ci si aspetta, il mercato lo apprezzerà.

Questo è appena successo con Uniland. Gli azionisti di maggioranza hanno appena deciso di delistare la società rastrellando tutte le azioni ad un prezzo che rappresenta un reddito di capitale annuale per il Fondo del 66%. In un certo senso, è un peccato esser costretti a vendere una società così buona, ma alla fine ne saremo relativamente ben ricompensati.

Ad ogni modo, anche se non abbiamo mai comprato o posseduto delle azioni per speculare sulle fluttuazioni dei mercati, abbiamo un certo numero di partecipazioni azionarie che sono delle chiare candidate ad operazioni di delisting o di vendita ad un prezzo considerevolmente più alto: la maggior parte delle nostre società sono drasticamente sottovalutate dal mercato, e molte hanno una maggioranza di azionisti che le controllano che potrebbero essere tentati di trarne vantaggio. Banco de Andalucía, Dinamia, Clinton Card e Sjaelsoe sono delle chiare candidate. Noi preferiamo pensare a questo come una piccola "opzione" che viene attaccata con le azioni.

Per il resto, non c'è molto da dire, in termini di performance di mercato. Teleplan è andata molto piano (3,5 €), ma è comunque raddoppiata da allora in poi. È la nostra maggior "perdita non realizzata", ma la società sta andando veramente bene e non vi è nessuna ragione per cui il prezzo delle sue azioni non possa risalire a momento debito.

Sjaelsoe è probabilmente quella che ha presentato la performance più stupefacente: il suo settore è in pieno boom, tutto va bene, e il prezzo è sceso. Attualmente sta venendo scambiata ad un P/E (rapporto prezzo/utile) di 4, con contratti già stipulati che assicurano un forte livello di utili per il 2003. Abbiamo proceduto a comprare altre azioni, ma non abbiamo l'intenzione di sviluppare in modo troppo forte una posizione individuale. In quanto salga il prezzo, anche il suo peso ovviamente si incrementerà.

La seguente tabella mostra la performance di tutte le azioni detenute dal fondo a dicembre del 2002. I guadagni non realizzati (o le perdite non realizzate) si riferiscono all'anno intero, o fino al momento in cui abbiamo comprato le azioni.

Evoluzione della performance di mercato delle azioni detenute al 31 di dicembre del 2002.

Società	Prezzo	Azioni	Valore	Acquisto	Guadagno €	Guadagno %	Dividendo	Guadagno totale
ABN.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%
Sjaelso	248.00	12,000	400,801	292.54	-71,086	-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%

Nota: Questo dato non coincide con il Valore del Patrimonio Netto, in quanto comprende le perdite realizzate, più i contanti e i contratti di copertura per azioni non denominate in euro.

Per un esame dettagliato del Valore del Patrimonio Netto del fondo al 31 di dicembre del 2002 redatto da un Amministratore indipendente, cliccare qui:

www.ltif.com/NAV 31.12.02.pdf

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