

# LTIF - Fondo d'Investimento a Lungo Termine

## Bollettino Aprile 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](http://www.ltif.com)

Per visualizzare il nostro precedente bollettino (gennaio 2003), cliccare su:

[www.ltif.com/January 2003.pdf](http://www.ltif.com/January 2003.pdf)

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

### **Risultati del nostro portafoglio**

Le nostre misure chiave sono gli "utili per azione" del fondo, il "rendimento sul costo", e il "valore intrinseco" per ogni azione del fondo (che vengono illustrati nei dettagli nella sezione "**Manuale del Titolare**" del nostro sito web). Possiamo aggiungere anche i redditi da dividendi, dato che la maggior parte dei nostri investimenti pagano dei generosi dividendi (il rendimento medio è superiore al 3%), ma reinvestiamo questi dividendi in altre azioni, di modo che questi vengono mostrati in base alle precedenti misurazioni: abbiamo ottenuto maggiori utili perché possediamo sempre più partecipazioni azionarie in società e senza che i nostri investitori abbiano dovuto sborsare altro denaro da investire nel fondo.

I nostri risultati per il 2002 sono i seguenti:

Utili per azione	€ 13,04
Rendimento sul costo	16,10 %*
Valore intrinseco	€ 70,14

\* Il presente dato si riferisce alle partecipazioni azioni detenute. Abbiamo proceduto alla vendita di alcuni titoli azionari in perdita.

---

### **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.)***

Il 2002 è stato il nostro primo anno operativo. Al momento in della data di inizio delle operazioni a gennaio, il valore intrinseco era pari a 100 euro per azione: tutte le nostre risorse erano rappresentate esclusivamente da contanti. Dato che abbiamo provveduto ad investire questo denaro comprando delle società, abbiamo dovuto spesso pagare un premio: poche compagnie sono in vendita per un valore inferiore al loro valore contabile (anche se siamo comunque riusciti a comprarne alcune). In essenza, abbiamo cambiato 100 euro, che di per se soli generano poca redditività (se conservati in contanti), in azioni di società del valore di 70,14 € e che hanno generato un rendimento medio del 18,4%. Se questo livello di rendimento si mantiene (cosa che riteniamo si verificherà, motivo alla base delle nostre scelte su tali società), allora vedremo come in un periodo veramente breve il valore intrinseco dei nostri investimenti si situerà al di sopra dell'importo di denaro che vi abbiamo investito. Naturalmente, dato che altri nuovi investitori si sono sommati al fondo, la nostra profittabilità si è temporaneamente diluita, ma al momento non ci aspettiamo degli afflussi di capitale massicci in entrata (il fondo si è incrementato di un 15% circa dalla data di inizio delle sue operazioni).

Il futuro si presenta bene. Nei primi tre mesi del 2003, tutte le società del nostro portafoglio hanno incrementato la loro profittabilità. Siamo riusciti ad acquistare queste società a dei prezzi veramente bassi: il P/E (rapporto prezzo/utile) medio del fondo è pari a 6,5, mentre i suoi utili sono cresciuti fino al 10%. A prescindere dalla direzione che prenderanno i mercati, possiamo dirci piuttosto fiduciosi che entro la fine di ogni anno, i nostri investimenti potranno registrare un valore significativamente superiore a quello attuale.

Dal punto di vista del valore di liquidazione (il valore assegnato dal mercato in un momento dato al portafoglio), questo ha tenuto relativamente bene nel corso del 2002 (-6,8%), ed è rimasto stabile nel 2003 (pari a -2,8% al 31 di marzo, ma è risalito a +2,2% alla fine della prima settimana di aprile).

I nostri investitori sono ben coscienti del fatto che il valore di liquidazione non è lo strumento più idoneo per misurare questo portafoglio, almeno nel corso dei primi tre anni: la ragione è che noi compriamo delle buone società alle quali il mercato non assegna il giusto peso, e quindi possiamo comprarle a dei prezzi sensibilmente inferiori al loro valore intrinseco. Ma non sarebbe ragionevole aspettarsi che appena comprate il mercato scopra all'improvviso il suo errore di valutazione. Molte di queste società avranno bisogno di tempo per essere quotate a prezzi che riflettano realmente il loro vero valore. Ma presto o tardi ciò accadrà. In ogni caso, queste continuano ad incrementare i loro utili e a pagare dividendi. Anche nel caso in cui il mercato non gli attribuisse mai una migliore valutazione, la forte impennata degli utili dovrebbe garantire comunque un incremento a medio termine del valore di mercato delle azioni.

## ***Novità nel portafoglio***

Dall'ultima edizione del nostro Bollettino (gennaio 2003), abbiamo solamente venduto una società e ne abbiamo comprato un'altra. Tuttavia siamo riusciti a rafforzare la nostra posizione in varie società in cui possedevamo già delle partecipazioni azionarie.

Come già menzionato nel bollettino di gennaio, siamo stati obbligati a procedere alla vendita della società Uniland: la maggioranza degli azionisti aveva deciso infatti di depistare la società rastrellando tutte le azioni, "privandoci" in tal modo di un eccellente investimento. A suo tempo avevamo comprato Uniland ad un valore talmente basso che il suo P/E pari a 4, era inferiore al rendimento dei suoi dividendi pari al 5%. Il premio di consolazione, per quanto non molto generoso, è rappresentato dal fatto che considerata la profittabilità della società, siamo comunque stati ben retribuiti: il prezzo finale ha rappresentato un guadagno pari al 70%, inclusi i dividendi ricevuti. È triste averla persa come investimento, ma si è rivelato un investimento che ha reso niente male nello spazio di un anno. Era la nostra partecipazione azionaria più importante.

Abbiamo proceduto anche all'acquisto della Natuzzi S.p.A. La Natuzzi è una società italiana con sede a Napoli, che occupa la maggior quota di mercato per i sofà di cuoio, venduti in tutto il mondo sotto i marchi Natuzzi, Divani&Divani, ed Italsofa. Possiede degli stabilimenti in Italia, Brasile e Cina. Le sue vendite si dirigono per la maggior parte agli USA e all'Europa in parti uguali, con piccole operazioni anche nel resto del mondo. È quotata in borsa nel New York Stock Exchange, ed ha una capitalizzazione di mercato di circa 500 milioni €.

Le finanze della società sono estremamente solide: alla fine del 2002, aveva 100 milioni di € in contanti, senza debiti. È estremamente redditizia: il suo indice ROE di redditività del capitale aziendale ha sfiorato il 20% nel corso degli ultimi dieci anni. La società paga regolarmente dei buoni dividendi (rendimento intorno al 3%), oltre a dei dividendi speciali relativamente frequenti, quando si accumulano i contanti.

La sua strategia nel corso degli ultimi cinque anni è stata di "integrazione discendente": sta spendendo denaro per sviluppare un marchio rinomato e una propria rete di distribuzione. Ha inaugurato dozzine di punti vendita specializzati nell'arco degli ultimi cinque anni, ed ha in programma di aprirne altri ancora nel futuro immediato, oltre a un certo numero di "gallerie", ossia di punti vendita specializzati all'interno di negozi nella maggior parte dei grandi centri commerciali negli USA. Riteniamo che si tratti di una strategia eccellente dato che i produttori a basso costo finiranno per conquistare una parte importante del mercato, anche se gli alti costi di trasporto riducono in parte i vantaggi dei bassi costi di produzione. Ma marchio, design e distribuzione non sono molto più difficili da intaccare: si pensi alla Nike, che non produce una singola scarpa. Riteniamo che l'esecuzione di questa strategia finora funzioni in modo soddisfacente.

Siamo stati in grado di entrare in questo investimento ad un prezzo estremamente basso, circa 4,5 volte gli utili del 2002. Come d'abitudine nei nostri investimenti, è complicato per noi capire perché il mercato valori così poco una società proprio in questo momento, ma ci stiamo abituando, in questi tempi caratterizzati da un'alta volatilità, a vedere questo tipo di opportunità d'affari. La società ha appena pubblicato tutti i dati per il 2002, e sono buoni, e prevede di realizzare degli utili leggermente più alti per il 2003. Anche nell'eventualità in cui semplicemente ripetano la performance dell'anno precedente, sarà comunque un buonissimo risultato.

## ***Performance delle nostre società***

La maggior parte delle nostre società hanno registrato delle ottime performance nel corso del 2002. Infatti tutte, con le eccezioni già viste in precedenza, hanno ottenuto degli utili record. E cosa migliore, prevedono un forte 2003, con degli utili almeno agli stessi livelli del 2002.

ABN AMRO ha sperimentato una forte performance operativa durante il 2002, ma gli utili netti sono caduti nel primo semestre, trascinati dalle perdite relazionate con Worldcom, Enron, ed altri problemi. Il secondo semestre dell'anno è stato comunque assai positivo e le aspettative per il 2003 sono buone.

Hunter Douglas sta attraversando un periodo di calma piatta: gli utili nel 2002 sono ascesi a 3,07 € a fronte dei 3,08 € del 2001. La società non offre un chiaro orientamento per il 2003, anche se si insiste che gode di una forte posizione sul lungo termine. Continuano a comprare società a prezzi ragionevoli, consolidando in tal modo il settore.

Petroleum Development, nella sua qualità di produttore di gas naturale, è fortemente dipendente dal prezzo di queste materie prime. I risultati per il 2002 non sono stati buoni, con un rendimento per azione di 0,57 \$ contro i 0,9 \$ del 2001, ma i prezzi dell'energia stanno aumentando, e questo primo trimestre si sta rivelando veramente forte. La società potrebbe facilmente raddoppiare i suoi utili nel 2003.

Per finire, Teleplan, come tante altre società del settore "high-tech" ha dovuto procedere a stornare gran parte dell'"avviamento" ottenuto al momento dell'acquisto di un certo numero società avvenuto quattro anni fa a prezzi gonfiati. Questi storni patrimoniali non affettano negativamente il flusso di cassa corrente (il denaro era stato sperperato allora, ma viene riconosciuto solo oggi), ma deprimono gli utili netti: in realtà dovrebbero essere gli utili dell'anno in cui avevano realizzato tali acquisti che dovrebbero essere depressi. Ma la performance operativa, che è ciò che importa vedere, è stata impressionante. La società è pronta per una crescita minima dell'organico del 20% durante il 2003. Al suo prezzo corrente, si tratta di un eccellente investimento che dovrebbe essere in grado di raddoppiare gli utili nel giro di quattro anni.

Dal lato positivo, va menzionato che Boskalis, Depfa, McCarthy & Stone e Sjaelsoe hanno registrato tutte degli utili record, con un incremento superiore al 15% e dei flussi di cassa veramente forti.

Per un resoconto dettagliato delle performance durante il 2002 di ognuna delle nostre società, vedasi il nostro sito web: [www.ltif.com/investments](http://www.ltif.com/investments).

## ***Valore di liquidazione***

Per vedere il rendiconto dettagliato del Valore Patrimoniale Netto del fondo, o valore di liquidazione, al 31 di marzo del 2003 cliccare qui:

[www.ltif.com/NAV March 2003.pdf](http://www.ltif.com/NAV March 2003.pdf)