

LTIF - Fondo d'Investimento a Lungo Termine

Bollettino Aprile 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

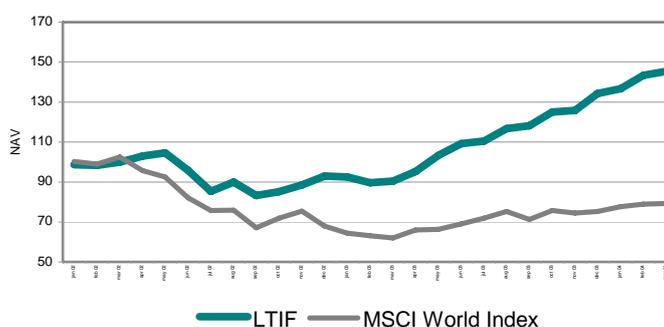
Risultati del nostro portafoglio

Praticamente tutte le nostre società hanno generato utili eccellenti.

Il valore di liquidazione del fondo è aumentato di un 8,21%, al netto di tutte le spese dal 1° di gennaio del 2004.

Finalmente abbiamo a nostra disposizione i dati completi del 2003 per tutte le nostre società. Con pochissime eccezioni, tutte hanno registrato dei profitti record. Le società come McCarthy & Stone, Depfa Bank, o Canadian Natural Resources (le nostre tre posizioni di maggior rilievo) hanno incrementato gli utili di più del 25%, e aumentato i dividendi. Anche quelle che hanno deluso (come Boskalis o Natuzzi) hanno registrato degli utili e potenziato la loro posizione finanziaria e sono ben posizionate per poter migliorare il loro rendimento annuo. Come sempre, per ulteriori informazioni dettagliate potrete far riferimento al 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 12.497.584 € all'inizio dell'anno a 14.981.483 € al 31 di marzo del 2004.

Novità del Portafoglio

Dinamia e Hunter Douglas sono state vendute ricavando utili ragionevoli (rivalutazione intorno al 30% nel corso di due anni).

Abbiamo continuato ad aumentare le nostre posizioni nel settore delle materie prime con due nuove società petrolifere canadesi di esplorazione e produzione di gas e idrocarburi.

Posco, la maggior produttrice di acciaio di Corea, è una via in più per poter approfittare della crescita economica della Cina.

L'afflusso di fondi continuamente in entrata, più la rivalutazione dell'8% annuale alla data odierna, spiegano l'incremento del 15% nelle dimensioni del fondo nel corso di questi primi tre mesi dell'anno.

In base alle analisi con investitori istituzionali, prevediamo un afflusso continuo di fondi in entrata per il resto dell'anno.

Dall'ultima edizione del nostro Bollettino, abbiamo dovuto vendere due società: Dinamia e Hunter Douglas. Abbiamo inoltre proceduto ad aggiungere altre sei nuove società al nostro portafoglio: Encana, Nexen, Posco, SIG, Bam, e Barratt Development.

Oltre alle annotazioni di cui oltre, potrete trovare tutti i dati dettagliati sulle nuove società nella sezione "Investimenti" del nostro sito web www.ltif.com

Riteniamo che entrambe le società avessero raggiunto la loro quotazione limite. Nel caso di Dinamia, un fondo di Private Equity (fondo di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate) quotato nella Borsa valori di Madrid, abbiamo ritenuto che i manager non stessero facendo molto al riguardo, avendo realizzato un solo investimento (e nemmeno troppo eccitante dal nostro punto di vista) durante tutto il 2003. Con un valore di mercato vicino al loro Valore del Patrimonio Netto scontato, e poche nuove opportunità, abbiamo ritenuto non vi fosse più valore in questo investimento.

Hunter Douglas ha finalmente registrato un miglioramento degli utili, ma il rincaro del prezzo delle azioni e ha riflettuto d'avanzo, in nostra opinione, il prezzo attuale rappresenta la quotazione limite di questa società.

Con un valore di avviamento superiore ai 25 miliardi di \$, Encana è una delle società petrolifere indipendenti leader del mercato a livello mondiale del settore della esplorazione e produzione di gas e idrocarburi. È la società di esplorazione e produzione di idrocarburi e di gas più grande del Canada, possiede una posizione di riserve veramente ottima e dei solidi piani di crescita. Il prezzo di acquisto era basso, tenuto conto specialmente dei progetti di sabbie bituminose (vedasi le nostre osservazioni in proposito su Canadian Natural Resources pubblicate nella precedente edizione del nostro Bollettino)

Nexen è una società petrolifera indipendente canadese per l'esplorazione e produzione di gas e idrocarburi. Opera in Canada e all'estero, specialmente nel Golfo del Messico, Nigeria, e Yemen. Le sue riserve presentano un buon track record di crescita, ed era disponibile ad un prezzo veramente ragionevole.

Posco, con sede in Corea, è la 4^a più grande produttrice mondiale di acciaio, e anche la più efficiente. Posco è la modalità che abbiamo scoperto per poter "giocare" nel boom cinese... in modo sicuro. Noi crediamo che la Cina presto diventerà sicuramente una potenza economica forte, ma che investirvi direttamente è troppo rischioso. Pertanto cerchiamo di investire in prodotti che la Cina deve comprare, come materiali ferrosi (Caemi) e acciaio. Posco era a condizioni veramente economiche, insieme con l'intero mercato coreano, in vendita ad un P/E (relazione prezzo/utile) superiore a 6 e ostentando dei dividend yields (rapporto dividendo/prezzo) superiori al 6%.

SIG è una società svizzera in ristrutturazione, con una tendenza al rialzo interessante e rischi assai limitati.

SIG è una società svizzera che fornisce materiali ed attrezzature per l'industria alimentare delle bevande. La società ha seguito nel corso degli anni una strategia di crescita basata su acquisizioni e diversificazione. Come sempre, ciò ha determinato una crescita del fatturato, ma non degli utili. La società ha modificato la sua strategia pochi mesi fa, decidendo di vendere tutto eccetto le due divisioni più redditizie. Al prezzo corrente, riteniamo che sia stato un investimento eccellente, una volta che abbiano provveduto a disfarsi delle loro operazioni in perdita.

BAM è una società di costruzioni olandese sottovalutata, con una profittabilità e un flusso di cassa impressionante.

Il Gruppo Royal BAM si situa tra le imprese di costruzioni più grandi di Europa. Il Gruppo è leader nel mercato nei Paesi Bassi ed ha acquistato rilevanti posizioni di mercato nel Regno Unito, Irlanda, Belgio, Germania e USA. In ognuno di questi mercati nazionali vi sono varie società che operano separatamente e che sono indipendentemente giustificabili per la loro stessa profittabilità.

La società è passata attraverso varie trasformazioni corporative, prima la fusione con HBG e poi la dismissione della sua divisione di dragaggio, principalmente pagando per questo. In nostra opinione ciò ha reso evidenti le sue difficoltà contabili, e ha condotto il mercato a svalutare severamente la società. Il prezzo delle sue azioni si è visto inoltre negativamente affettato a causa di un'investigazione anti-trust svolta nei Paesi Bassi.

Barratt Development è un'impresa di costruzioni edili leader nel mercato britannico con un track record eccellente e forti prospettive di crescita.

Fondata in 1958, Barratt è diventata una delle imprese di costruzioni edili più grandi del mercato britannico, con la costruzione e vendita di più di 250.000 case. Attualmente stanno costruendo e vendendo più di 13.000 nuove case l'anno e stanno costruendo in più di 400 zone residenziali in tutta la Gran Bretagna. Forniscono case per tutti i settori di mercato, oltre a case in locazione e in multiproprietà. Il Gruppo opera anche in California del Sud fin dal 1980, costruendo più di 14.000 case.

Alta profittabilità, forte crescita, basso prezzo. Il mercato sta scontando un collasso nei prezzi delle case in Gran Bretagna. Ciò potrebbe anche succedere, ma riteniamo che il basso prezzo delle azioni e la diversificazione geografica compenseranno in abbondanza questa eventualità.

L'essenza di investire in valore è comprare bene

Come potranno notare i nostri investitori, noi investiamo in settori che non godono di un gran favore, perché è lì dove si deve scoprire valore. Fin qui, le nostre supposizioni hanno dimostrato di essere corrette: i prezzi degli idrocarburi non stanno collassando, e le società di costruzioni stanno mantenendo i loro utili. È importante notare che se si compra una società redditizia con un rapporto P/E (prezzo/utili) di 5, e che mantiene la sua profittabilità, gli investitori capitalizzano i loro utili ad un tasso annuale del 20%, anche se il mercato non migliora l'opinione su queste società. Questo potrebbe essere il caso di McCarthy & Stone, che abbiamo comprato ad un P/E pari 6. La società ha incrementato gli utili di più del 30% l'anno ed il mercato continua ad assegnargli un P/E pari a 6; come conseguenza, i nostri investimenti sono cresciuti del 70% in due anni.

Ciò è vero quando il mercato non riconosce la svalutazione...

... e quando...

Qualche volta tuttavia il mercato realizza che non è ragionevole quotare una società con un indice ROE (redditività del capitale aziendale) superiore al 20% con un P/E pari a 6, e provvede ad aumentare questo moltiplicatore. A quel punto, il prezzo dell'azione esplose: gli utili sono molto più alti (perché la società è molto redditizia), si vedono moltiplicati per un numero più grande. Questo sarebbe il caso di Depfa Bank. Avevamo comprato la società quando questa registrava un indice

ROE di redditività del capitale aziendale superiore al 20% e un P/E pari a 6. Dopo 18 mesi il ROE era salito al 30% (il che significa che i suoi utili erano cresciuti in maniera in modo veramente sostenuto), ed il mercato adesso sta pagando 10 volte per questi utili. Come risultato, il nostro investimento si è più che triplicato in un arco di 18 mesi.

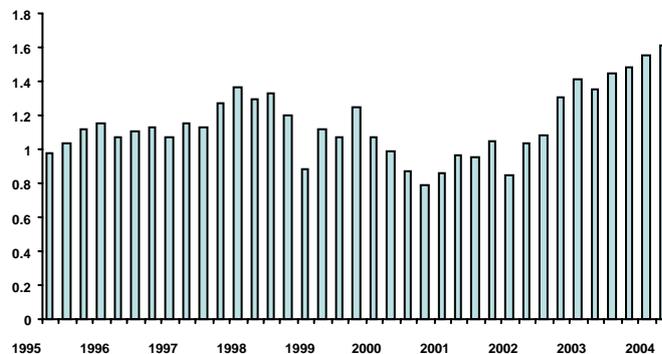
...e pure quando la società non va molto bene.

È interessante vedere come, se si comprano delle società a dei prezzi molto bassi e con un buon record di profittabilità, il “downside” (probabilità di movimento al ribasso indipendente dall’andamento del mercato) è veramente accettabile, anche quando le cose peggiorano. Prendete il caso di Boskalis o Natuzzi. Le avevamo comprate con dei P/E veramente bassi (intorno al 6), perchè il mercato pensava che la loro alta profittabilità avrebbe toccato tetto per un paio d’anni. Ebbene, il mercato aveva ragione: nonostante riflettano ancora dei risultati positivi, i risultati di ambedue le società sono stati peggiori nel 2003 che in passato. Ma dato che questo era dato per scontato, il prezzo delle azioni attualmente è aumentato ancora (di circa il 30%) da quando le abbiamo comprate. In più abbiamo continuato a percepire i dividendi, e siamo rimasti in attesa di un rialzo. Non è male, se questo viene considerato come il peggior scenario di case (naturalmente si assume che le società siano fossero state analizzate correttamente e che le loro posizioni strategiche non fossero troppo deboli).

Prospettiva generale

I mercati sono sempre più cari che in passato...

I mercati sono ancora troppo cari. In certo modo, sono più cari che mai. Se è vero che gli indici principali sono più bassi che nel 2000, allora è anche vero che un gran numero di società (fattore che pesa molto sugli indici) di conseguenza sono troppo care. Ma se guardiamo alle società medie, o ancor di più, a quelle relativamente poco costose (che sono quelle che ci interessano), queste sono a prezzi record, come mostra il grafico inferiore:



□ Decile prezzo medio/contabile, minimo

Fonte: Cmpustat, ricerche

Questo grafico mostra il rapporto medio tra il prezzo dell’azione e il valore contabile dell’azione (una misura tipica della quantità che il mercato è disposto a pagare per le società) per le 50 società più “economiche” secondo lo S&P 500 (le “più economiche” sono quelle per cui tale rapporto è il più basso), su base trimestrale nel corso degli ultimi otto anni. In una parola, le società più economiche stanno diventando più care, anche se quelle veramente care sono adesso un po’ meno costose (ciò spiega in parte perché molte strategie che investono in valore hanno battuto gli indici nel corso degli ultimi tre anni).

Questo discorso certamente non cambia in tutti gli altri mercati principali.

...provocando una leggera modifica delle nostre pratiche di investimento (ma non nella nostra filosofia!)

Di conseguenza cercare le società che risultano interessanti per noi sta diventando un po' più difficile, cosa che ha provocato una lieve modifica nel nostro stile di investimento.

L'ideale sarebbe poter comprare delle società eccellenti a dei prezzi bassissimi e poterle mantenere per sempre nel nostro portafoglio. Ma ciò è diventato più difficile nell'attualità per due ragioni: ci sono pochissime società eccellenti disponibili a bassi prezzi, e quando ci sono, tendono a subirne le quotazioni troppo rapidamente.

Questo ci obbligherà a comprare delle società con un apprezzamento potenziale tra il 20 e il 40% (per il semplice fatto di essere sottovalutate) e venderle relativamente in fretta una volta realizzato il potenziale. Di conseguenza la nostra profittabilità dovrebbe continuare ad essere soddisfacente, ma dovremo rassegnarci a disfarci delle nostre società più rapidamente... e a dover lavorare più duramente per trovare nuove società per sostituirle.

In ogni caso, noi riteniamo onestamente di essere ancora in grado di trovare abbastanza opportunità per poter offrire ai nostri investitori dei solidi rendimenti: nonostante la crescita esponenziale dei LTIF, questa è ancora piccola in termini assoluti, e i fondi possono essere investiti ancora in modo sicuro. Come abbiamo già detto, fintanto che investiamo i nostri risparmi in società solide, comprate a prezzi ragionevoli, possiamo permetterci di ignorare cosa dicono i mercati. Sul lungo periodo, i nostri utili semplicemente si accumuleranno, fino a che il mercato non riconoscerà il valore dei nostri investimenti.