

# Fondo d'Investimento a Lungo Termine

Bollettino Informativo Ottobre 2004

## Risultati del nostro portafoglio

Come già spiegato nel Manuale del Titolare, gli investitori nel fondo 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 nel fondo 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). 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](mailto:info@ltif.com).

Le nostre società di stanno comportando veramente bene. I risultati sono stati particolarmente buoni durante lo scorso trimestre grazie a Depfa (con un incremento dell'utile per azione del 37% comparato con quello dell'anno precedente, indice ROE di rendimento del capitale aziendale al netto d'imposte del 32,8%), Barratt Development (incremento degli utili del 27%, e del ROC - utili sul capitale investito del 37%), Posco (utili più che raddoppiati), Samsung Electronics (utili superiori al 50%, aumento del ROE del 35%), Bam Group, ecc. Boskalis invece continua ad attraversare un periodo difficoltà, con un utile netto di soli 7,4 milioni di € nel primo semestre del 2004 a fronte dei 32,7 milioni di € del 2003 (nonostante il flusso di cassa sia diminuito solo in misura minima), come la maggior parte delle nostre società petrolifere che non stanno ancora realizzando gli utili derivanti dagli alti prezzi del crudo, perché hanno venduto a termine la maggior parte della loro produzione di quest'anno a quello che un anno fa sembrava un buon prezzo (intorno ai 23 \$ al barile). Queste operazioni di copertura non scadranno fino all'anno prossimo, per cui abbiamo davanti ancora un paio d'anni di performance mediocri (in relazione con quelle che potrebbero realizzare).

## Direttorio 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

### Consulente Finanziario:

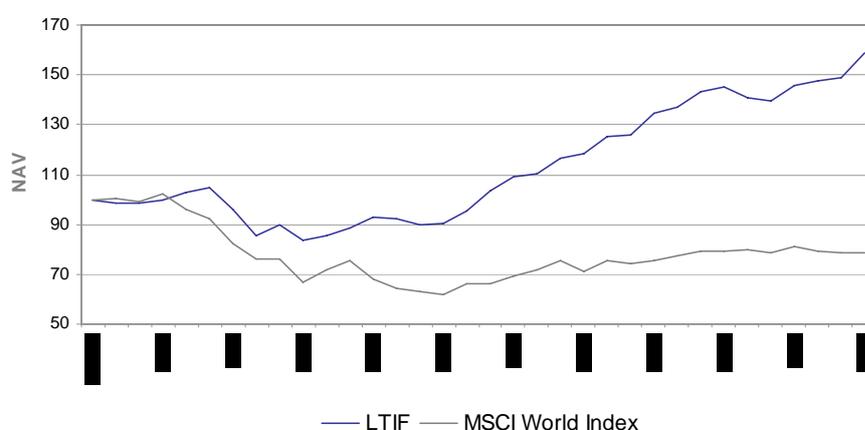
Strategic Investment Advisors, SA  
4 Rue de l'Ecole de Chimie  
1204 Ginevra  
Svizzera

Telekurs: 1341036 **Bloomberg:** LONGTRM VI

*Il Valore del Patrimonio Netto è pari a 159 € per azione, ossia il 9,25% in più per il trimestre, e il 18,39% dall'inizio dell'anno.*

I mercati stanno iniziando a riconoscere il valore di alcune delle nostre società, con il risultato che il valore di liquidazione del fondo (il valore di mercato delle azioni che possediamo al 30 di settembre del 2004) è salito a 159 € per azione, più del 9,25% per il trimestre e del 18,39% dal 1° di gennaio di quest'anno. Le azioni che hanno registrato i maggiori progressi durante il trimestre sono state: Bam, Canadian Natural Resource, e Posco; mentre quelle che sono andate meno bene sono Barratt Development, Petrocanada e Samsung Electronics. Ci siamo comunque beneficiati delle scarse "performance" delle azioni di Barratt Development e di Petrocanada, rafforzando la posizione nel nostro portafoglio in queste società. Il grafico di cui sotto compara i menzionati progressi del valore di liquidazione del Fondo con l'indice azionario globale MSCI (Morgan Stanley World Index).

**Valore di liquidazione per azione del fondo LTIF comparato con l'indice azionario globale MSCI.**



*Il Valore del Patrimonio Netto totale ora è di 18.362.052 €.*

Il Valore del Patrimonio Netto totale ammonta a 18.362.052 €. Questo valore include un disinvestimento o riscatto netto temporaneo tecnico che è già stato reinvestito ad ottobre.

*Novità del Portafoglio*

Non abbiamo proceduto ad acquistare nessuna nuova società, ma abbiamo ampliato la nostra posizione in Canadian Natural Resources, Canadian Oils Sands Trust, Nexen Energy, Petrocanada, Suncor, Depfa Bank, Bam Group, Barratt Development, e McCarthy & Stone.

*Abbiamo venduto Caemi, per guadagnare circa il 50% in 9 mesi.*

Abbiamo dovuto vendere Caemi, la società brasiliana leader mondiale nella produzione di materiali ferrosi. Crediamo sempre che si tratti di un'impresa eccellente e con un gran futuro davanti a se, ma il prezzo delle sue azioni aveva raggiunto dei livelli veramente ardui in termini di quotazione, per cui l'abbiamo venduta ricavando degli utili del 50% in nove mesi.

*Alcune riflessioni sulle società petrolifere*

Nell'ultima edizione del nostro Bollettino Informativo avevamo menzionato che la nostra posizione in società petrolifere canadesi aveva raggiunto il tetto del 15% del valore del fondo e che avremmo provveduto ad illustrare più nei dettagli tale decisione nel nostro Bollettino Informativo.

*Le petrolifere attualmente rappresentano il 20% del valore del fondo*

*Il potenziale di rivalutazione supera il 100% nel corso dei prossimi due o tre anni*

*Il mondo ha bisogno di circa 4 milioni di barili al giorno di nuovo petrolio ogni anno per soddisfare la domanda, che rappresenta più della produzione massima dell'intero Iraq.*

*È assai improbabile che questa quantità possa essere fornita a prezzi molto inferiori a quelli odierni.*

La percentuale di società petrolifere presenti attualmente nel fondo supera già il 20%, in gran parte perché alcune delle nostre posizioni si stanno incrementando di valore, ma anche perché abbiamo ampliato alcune di queste posizioni, dato che il fondo ha ricevuto molte più sottoscrizioni. I lettori potrebbero pensare che si tratti di una posizione troppo grande, ma desideriamo ricordare loro che nel 1980 le società energetiche costituivano circa il 28,1% dello S&P 500, mentre quelle finanziarie non arrivavano al 5,7%. Queste percentuali al giorno d'oggi si sono invertite, con un 6,2% per le energetiche e un 21,2% per le finanziarie, ma riteniamo anche che possiamo perfettamente trovarci di fronte ad una nuova inversione di tendenza a lungo termine, che potrebbe riportare le imprese del settore energetico in posizione di preminenza.

Noi riteniamo che queste società rappresentino un'opportunità unica di apprezzamento: la maggior parte di queste sono valutate al di sotto del 50% di quello che noi riteniamo sia il loro valore netto al giorno d'oggi.

La ragione per questa profonda divergenza tra il loro valore ed il prezzo è che il "mercato" ha continuato ad utilizzare come riferimento il prezzo di 20-25 \$ il barile di crudo per calcolare il valore di queste società. Noi crediamo invece che sia un errore.

Naturalmente, il prezzo del crudo potrebbe fluttuare (e certamente lo farà) a breve termine. Ma quando si compra una società petrolifera con enormi riserve come abbiamo fatto noi, si "compra" il prezzo del crudo per molti anni a venire. Di conseguenza, la vera questione non è quale possa essere il prezzo del petrolio in un orizzonte di pochi mesi (cosa che naturalmente ignoriamo, ma qual è il prezzo che ci si può ragionevolmente aspettare nel corso della prossima decade.

Su questo punto abbiamo alcune idee. Il consumo globale di petrolio si sta incrementando del 2,5% l'anno. Ciò significa che entro 5 anni, la produzione netta dovrà aumentare di più del 15%. Il consumo attuale si aggira sugli 82 milioni circa di barili al giorno o bpd (barrels per day). L'incremento annuo rappresenta di conseguenza 2 milioni di bpd ulteriori da produrre. Ma nel frattempo il mondo sta perdendo qualcosa come 1,5 milioni di bpd a causa dell'esaurimento dei vecchi campi petroliferi. Ciò significa che si dovranno produrre ogni anno dai 3 a 4 milioni di bpd di crudo extra per soddisfare questa domanda. Per dare al lettore un'idea, si tratta di una cifra pari alla produzione dell'intero Iraq ai massimi livelli che era di 3 milioni di bpd. Ciò significa che la tanto vantata capacità dell'Iraq, che dovrebbe funzionare a pieno ritmo fin da adesso, non potrebbe coprire più di un anno di domanda extra. In altre parole, il mondo ha bisogno di un *nuovo Iraq ogni anno* per soddisfare la propria domanda. Ma neppure l'Iraq reale è in grado di produrre una tale quantità.

Ebbene, noi non crediamo che il mondo stia per restare senza petrolio. Ma una cosa è chiara: dopo venti anni di sottoinvestimenti, l'industria sta raggiungendo il limite ed ha esaurito le possibilità di produrre petrolio a basso prezzo. D'ora in avanti il petrolio dovrà provenire da uno sfruttamento più esaustivo dei campi petroliferi esistenti, da trivellazioni oceaniche e sabbie bituminose. Tutte queste opzioni sono più costose e lente da mettere in produzione. Goldman Sachs ha stimato infatti che il costo marginale di produzione per i produttori attuali ad alto costo si situa intorno ai 35 \$ il barile. Ciò spiega l'attuale

*La quotazione di società ricche di riserve è così bassa che il downside (possibilità di ribasso indipendente dall'andamento del mercato) è minimo: costituiscono pertanto un enorme investimento in valore.*

*Gli investimenti nel settore energetico costituiscono un'eccellente operazione di copertura naturale, perché sono negativamente correlati con il mercato globale.*

*Stiamo attuando sul lungo termine. Non è l'alto livello del prezzo del crudo che rende queste società un buon investimento, ma la loro quotazione veramente bassa comparata con i prezzi del crudo prevedibili a lungo termine.*

*Le prospettive del LTIF per il resto del 2004*

previsione futura a 6 anni (leggermente al di sopra di questa cifra) e indica perché i prezzi a lungo termine non scenderanno salvo che, fatto estremamente improbabile, nel frattempo vengano scoperte delle riserve massicce petrolio di alta qualità a prezzi veramente bassi.

Per tutte queste ragioni, noi riteniamo che l'attuale rigido equilibrio tra offerta e domanda potrebbe durare benissimo per un periodo di tempo veramente lungo, assicurando degli alti prezzi del crudo.

Le nostre società dispongono di importanti riserve in Canada. Ciò significa che non vi sono rischi politici né rischi di esplorazione, perché le società sono già in possesso del petrolio. Queste società sarebbero un eccellente investimento con un prezzo medio del crudo pari a 25 \$ il barile per i prossimi 10 anni: il loro tasso di rendimento sarebbe intorno al 10%, e manterrebbero una correlazione negativa con il resto del mercato. Ma se il crudo invece restasse al di sopra dei 35 \$ il barile, queste diventeranno dei flussi di cassa straordinari. Per darvi un'idea; se il crudo fosse a 40 \$ il barile nel 2007 (e ricordo ai lettori che al momento di scrivere, il crudo sta oscillando intorno ai 45 \$ il barile da vari mesi), Canadian Oil Sands Trust potrebbe avere un dividend yield, (ossia un tasso di rendimento azionario annuale dato dal rapporto dividendo/prezzo), superiore del 15% all'attuale prezzo. O detto in modo differente, il prezzo delle sue azioni molto probabilmente si triplicherebbe. Se il crudo si attestasse intorno ai 50 \$, il dividend yield sarebbe di circa il 20%.

Non si tratta in nostra opinione di investimenti speculativi, ma di investimenti di valore. Noi non facciamo conto su dei prezzi del petrolio molto alti nel breve termine. Stiamo procedendo ad investire in società molto ben amministrate e che possiedono una materia prima relativamente scarsa. Anche nel caso in cui i prezzi del crudo cadessero *per sempre*, queste società genererebbero comunque dei dividendi di più del 4% l'anno. È importante ricordare anche che se i prezzi del crudo restano alti, soffriranno invece la maggior parte degli altri investimenti. Possedere partecipazioni in società petrolifere con grandi riserve offre una copertura eccellente a fronte di questa eventualità. Ai prezzi correnti, noi riteniamo che si tratti di un'opportunità che non ci possiamo far scappare.

Infatti, dietro consiglio della società Strategic Investment Advisors, SA (vedasi oltre), si sta preparando un nuovo fondo specializzato in investimenti nel settore energetico: petrolio, gas naturale, carbone, energia idroelettrica, uranio, ecc. Come menzionato sopra, riteniamo di star uscendo da una fase molto lunga di "mercato al ribasso" dei titoli del settore energetico, che ha lasciato il livello dei prezzi delle azioni molto basso, e in considerazione della carenza di investimenti, accompagnata dalla pressante domanda mondiale, implicherà degli utili sempre più alti nel corso della prossima decade.

Le prospettive per le nostre società sono buone. La maggior parte continuerà a generare eccellenti profitti nel corso del prossimo trimestre (per esempio le nostre società di costruzioni hanno già contabilizzato la maggior parte delle loro vendite e sono in attesa degli utili per l'anno seguente; le nostre società petrolifere vedranno la scadenza delle operazioni di copertura così punitive). Ma ancora una volta, ciò non viene ancora riflesso dal loro prezzo delle azioni: il nostro

*L'indice medio P/E prezzo/utile è inferiore a 10; il rapporto dividendo/prezzo è superiore al 3%*

*Il Valore del Patrimonio Netto durante le prossime settimane supererà i 25 milioni di €*

*Strategic Investment Advisors è stata fondata a Ginevra dal Prof. J. Carlos Jarillo, ed è un consulente chiave per il Fondo.*

P/E (rapporto prezzo/utile) medio è inferiore a 10, e il dividend yield è appena superiore 3%.

Il Fondo in se stesso continua a crescere. Il mese di settembre ha visto nuovi impegni a fermo, che ne portano il Valore del Patrimonio Netto al di sopra dei 25 milioni di € per ottobre. Noi crediamo che potrà raggiungere il nostro attuale limite auto-imposto di 50 milioni di € nel corso del 2005 o del 2006. Stiamo vedendo seri interessi da parte di investitori istituzionali una volta confermato un track record sufficiente: il Fondo a gennaio sarà in grado di calcolare l'ampiamente usata "performance a tre anni".

Per finire, la società di gestione del Fondo, J3 Associates Ltd ha incaricato i servizi di consulenza finanziaria alla società Strategic Investment Advisors SA. Questa società, fondata a Ginevra dal Prof. J. Carlos Jarillo, è focalizzata in consulting diretto a gestori patrimoniali e a società di gestione di fondi per strategie globali e investimenti specifici. Ha stipulato un contratto con il Fondo LTIF, tra le altre cose, per la preparazione e redazione del presente Bollettino Informativo, per aiutare a stabilire la strategia di investimento, generare idee per investimenti specifici ed analizzare individualmente i settori industriali e le società.