

Long Term Investment Fund

Stato del Fondo

La seguente tabella mostra l'evoluzione del Valore del Patrimonio Netto del Fondo durante l'ultimo trimestre:

Tabella 1: Valore del Patrimonio Netto – Patrimonio netto in gestione

September 2006	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Δ YTD	AUM (in mio)
LTIF - Classic	278.07	1.42%	12.67%	13.29%	€185.2
LTIF - Alpha	129.77	-3.82%	4.20%	9.77%	€69.5
LTIF - Stability	106.57	1.03%	5.33%	6.09%	€4.5
LTIF - Energy	123.50	-9.76%	-6.14%	-2.09%	€23.7
MSCI World Index	3,250	5.56%	9.21%	3.57%	

La tabella di seguito mostra la composizione del fondo in base alla ripartizione per settore economico e per zona geografica:

Grafico 1

Ripartizione per settore economico

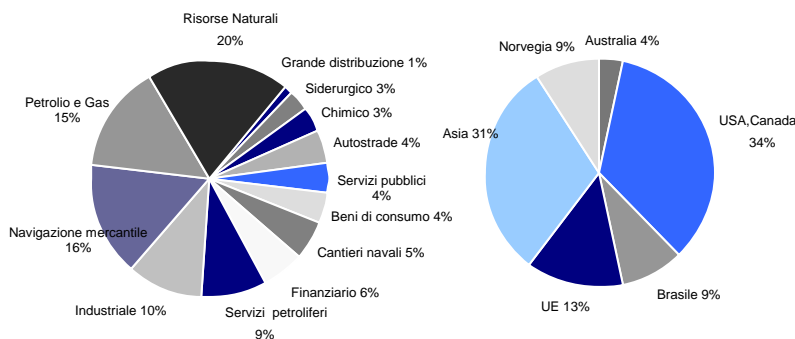
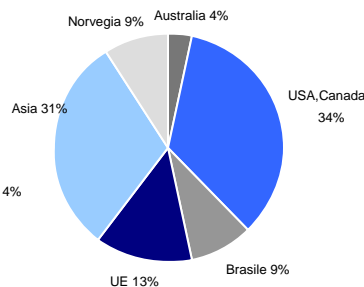


Grafico 2

Ripartizione per zona geografica



A luglio, la Commissione Bancaria Federale Svizzera ha riconosciuto la società SIA Funds AG, una filiale completamente partecipata dal Gruppo SIA, in qualità di gestore del fondo e è stato costituito il Fondo LTIF – Stability in base alla legislazione svizzera. Questo fondo verrà quotato in franchi Svizzeri (CHF) in futuro, anche se le attività soggiacenti saranno sempre le stesse. Il fatto di esser quotato in una valuta differente non significherà nessuna differenza effettiva per gli investitori.

Prezzi e profitti: la messa in pratica del concetto di “trasparenza”

Nella previa edizione del nostro Bollettino Informativo avevamo opinato che gli investitori in fondi a gestione attiva ed orientati al valore, come il Fondo LTIF, devono prender atto del fatto che a volte i prezzi delle azioni non riflettono il vero valore delle società soggiacenti. Di conseguenza, lo scopo globale di un fondo a gestione attiva è quello di scoprire quando e dove si verificano questi eventi e trarne profitto, comprando le azioni che si ritiene siano meno care di quello che dovrebbero essere o, in alcuni fondi, vendere allo scoperto quelle azioni che si pensa invece che siano troppo care. Questo approccio all'investimento ha superato la prova del tempo ed è probabilmente la migliore combinazione di rischio e remunerazioni, che offre dei rendimenti ben al di sopra della media con un grado accettabile di volatilità nel tempo. Ma questo ha uno svantaggio a breve termine: è impossibile per l'investitore sapere in tempo reale “che cosa sta facendo il Fondo”.

Grafico 3
LTIF - Classic

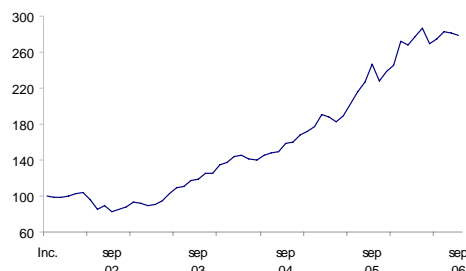


Grafico 4
LTIF – Serie Alpha

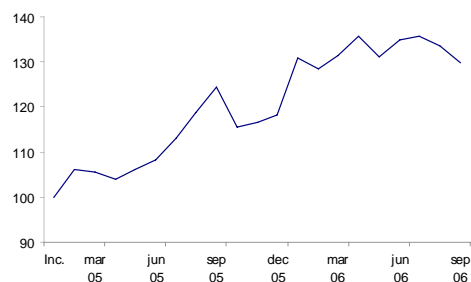


Grafico 5
LTIF – Energy

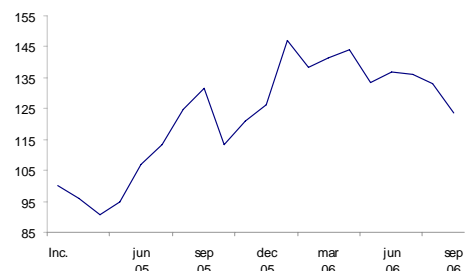
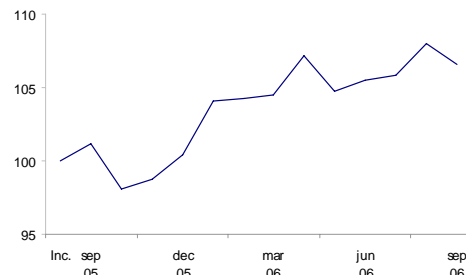


Grafico 6
LTIF – Serie Stability



Questo è dovuto al fatto che l'investitore vede solo il "Valore del Patrimonio Netto" del fondo, ossia il prezzo medio delle sue azioni. Ma questo prezzo, ritengono gli investitori, potrebbe essere erroneo. Di conseguenza, il Valore del Patrimonio Netto in determinato mese può essere superiore o inferiore a quello del mese precedente, anche se il valore del fondo può essere superiore o inferiore, o più probabilmente, più o meno lo stesso, dato che il valore reale delle società raramente cambia da un mese all'altro. In poche parole: la variazione nel breve termine nel Valore del Patrimonio Netto di un fondo non offre all'investitore delle informazioni attendibili sulla performance reale del fondo. Questa informazione viene fornita esclusivamente dall'evoluzione della profittabilità delle società soggettive.

Abbiamo insistito su questa idea fin dall'inizio ed esaminato tutti i dati pertinenti nelle edizioni del nostro Bollettino Informativo, specialmente alla fine dell'anno finanziario. Riteniamo tuttavia che non sia sufficiente e che per essere coerenti con le nostre opinioni (e quelle dei nostri investitori), abbiamo programmato di pubblicare le informazioni necessarie ogni mese. Si procederà infatti alla pubblicazione dei seguenti Grafici, insieme con le pertinenti spiegazioni del loro significato e delle modalità con cui sono stati calcolati.

- Utili previsti per azione del Fondo. Si tratta di un importo di denaro che le nostre società genereranno l'anno prossimo su base pro rata. L'evoluzione di questa cifra offre il migliore indicatore in assoluto della performance intrinseca reale del Fondo. Viene calcolato a partire dalla stima di quale sarà l'utile per azione delle nostre l'anno prossimo, per aggiustarla alla proporzione delle partecipazioni azionarie del Fondo. In alcuni casi si dovranno apportare ulteriori aggiustamenti per assicurarsi che i grafici abbiano effettivamente un senso: si minimizzano gli utili di una volta che non riflettano chiaramente la profittabilità periodica della società e li si aggiustano in base alle perdite o gli investimenti di una volta che siamo certi che non si verificheranno di nuovo. Una questione importante: per quanto riguarda le società di produzione di materie prime cerchiamo sempre di fare le ipotesi più caute possibile in relazione con il prezzo futuro delle materie prime, valutandolo normalmente ben al disotto del prezzo attualmente disponibile nei mercati a termine.
- P/E del Fondo. Si tratta del rapporto corrente tra il prezzo delle azioni (riassunto dal Valore del Patrimonio Netto per azione) e gli utili che le nostre società genereranno l'anno prossimo. Se ben calcolato, è uno dei migliori indicatori del valore intrinseco. Il suo inverso può essere espresso come una percentuale denominata "Earnings Yield" o rendimento complessivo: si tratta del rendimento in termini di utili che il Fondo produrrà ogni anno, tenuto conto dei prezzi correnti.
- "Dividend Yield" Probabile o tasso di rendimento azionario probabile, dato dal rapporto dividendo/prezzo. Si tratta dei dividendi che ci si aspetta di percepire l'anno successivo espressi come percentuale dei prezzi odierni delle azioni.

Nella prospettiva temporale, la prima di queste misure rappresenta l'indicatore migliore dell'evoluzione della performance del Fondo. Gli ultimi grafici presentano una misurazione istantanea sommaria di questo valore.

- Pubblicheremo inoltre due indicatori più “professionali” del valore: EV/Ebitda: il valore di mercato delle attività nette in rapporto al margine operativo lordo; ed EV/Ebit il valore di mercato delle attività nette in rapporto all’utile operativo al netto di imposte ed oneri, che sono gli indicatori che gli investitori professionali tendono ad utilizzare, per certo spesso per buone ragioni, al momento di valutare delle società. La loro pubblicazione faciliterà l’apprezzamento del valore relativo del Fondo nei confronti di altri investimenti.

In pochi mesi, una volta messi in funzione tutti i circuiti statistici, procederemo alla pubblicazione di altri due Grafici: la cronologia degli utili realizzati dalle società del nostro portafoglio nel corso degli ultimi 10 anni, oltre ad una comparazione tra gli indicatori di cui sopra e quelli del mercato globale. Il primo Grafico indicherà quanto “solido” è stato storicamente l’investimento. Le performance ottenute in passato non offrono necessariamente alcuna garanzia per il futuro, ma l’aver a disposizione un istoriale approfondito della profittabilità fornirà dei chiarimenti sulla ciclicità intrinseca dei profitti delle società. Per finire, l’ultimo Grafico fornirà una comparazione con il mercato generale, che aiuterà a vedere in prospettiva l’attrattiva del Fondo come investimento a medio termine nei confronti dei principali indici di mercato ampio.

Questi Grafici naturalmente sono solo indicativi. La contabilità non è una scienza esatta, il futuro è difficile da predire, e dovranno esservi apportati degli aggiustamenti. Ma siamo fiduciosi del fatto che i nostri indicatori saranno utili: in base alla nostra esperienza, offrono una buona approssimazione di ciò che potrà succedere. In passato abbiamo dovuto aggiustare le nostre aspettative sia al rialzo che al ribasso, ma siamo in grado di poter affermare onestamente che data la classe di società che compriamo (solo quelle con alta visibilità degli utili) e la nostra selezione in senso conservatore delle previsioni, non siamo stati troppo ottimisti. La natura dell’investimento è comunque una scommessa sulla capacità di sbirciare nel futuro. Come diceva Warren Buffet, è meglio avere parzialmente ragione che completamente torto. Noi speriamo che questi Grafici potranno offrire ai nostri investitori una migliore panoramica di “come si sta comportando il Fondo”, piuttosto che dover semplicemente affidarsi al Valore del Patrimonio Netto. Ecco la Tabella:

Tabella 2: Portafoglio LTIF – misurazione del Valore

Rapporti Portafoglio LTIF	30.09.2006
Valore Patrimoniale Netto	278.07
Utile per azione - EPS	44.88
Rapporto P/E (prezzo/utile)	6.20
Rendimento Complessivo	16.1%
Rapporto Dividendo/prezzo	2.47
Ev / Ebitda	3.86
Ev / Ebit	4.80

Fonte: SIA Research, Data-

Come si potrà osservare, la profittabilità contenuta nei nostri investimenti è notevole. Possiamo naturalmente anche sbagliarci in alcuni casi, e potremmo avere qualche brutta sorpresa, Ma un portafoglio con rapporto P/E di 6, se ben diversificato, non può evitare di generare rendimenti annuali a due cifre nei prossimi anni.

Evoluzione dei Fondi

Durante il terzo trimestre abbiamo proseguito nel nostro intento di cercare delle buone società a prezzi bassi, che ci ha condotto ad effettuare una serie di investimenti che noi riteniamo che apporteranno del valore aggiunto al nostro portafoglio, incrementandone allo stesso tempo la sua diversificazione. Prova di questa diversificazione è il fatto che nonostante molte delle nostre società di materie prime abbiano visto cadere leggermente il prezzo delle loro azioni (più di recente), il Valore del Patrimonio Netto del portafoglio è rimasto alquanto immutato. Abbiamo acquisito alcune nuove posizioni, e ampliato altre che già possedevamo.

- Navigazione mercantile. Possedevamo già una società di trasporti marittimi, la Orient Overseas International, con sede in Hong-Kong, che abbiamo visitato a febbraio. Nonostante la navigazione porta-container non stia attraversando il suo miglior periodo (è altamente ciclica), la società sta andando bene. È molto ben amministrata e anche nella fase più bassa del ciclo genera buoni utili e dividendi (più del 6,5% l'anno scorso). Abbiamo quindi provveduto ad aggiungere vari altri tipi di società armatrici, specialmente i cantieri navali che costruiscono navi dry bulk, e le società che servono le piattaforme di esplorazione petrolifera in alto mare. Per quanto riguarda il primo investimento, abbiamo delle società che stanno entrando nella parte più favorevole del ciclo, con prezzi eccezionalmente bassi: un rapporto P/E inferiore a 5! Per quanto riguarda invece il secondo investimento, abbiamo provveduto a consolidare un business veramente stabile: questo società spesso noleggiavano le loro imbarcazioni a società petrolifere con contratti a lungo termine, che assicurano un'alta visibilità dei profitti. In entrambi i casi, si tratta di piccole e medie imprese di costituzione relativamente recente con un breve istoriale, oppure hanno un passato contrassegnato dalla volatilità. Noi riteniamo che il mercato le abbia semplicemente trascurate, nonostante le loro azioni abbiano iniziato a risalire bruscamente, in alcuni casi di più del 30%, nel giro di poche settimane da quando le abbiamo comprate.
- La nostra analisi del settore della navigazione mercantile ci ha condotto a studiare anche le attività cantieristiche. È risultato che la maggior parte di questi cantieri navali hanno fatto il tutto esaurito di ordinativi per i prossimi quattro anni, e che i contratti che stanno chiudendo apportano maggiori utili adesso che in anni passati, di conseguenza garantiscono che i loro utili sperimenteranno un vero boom. Abbiamo comprato tre società coreane e l'investimento sta rendendo, in termini fondamentali, dato che il valore dei contratti che stanno chiudendo sta aumentando continuamente, oltre alla rivalutazione a medio termine delle loro azioni, più del 40% in alcuni casi.
- Possedevamo già tre società concessionarie di autostrade a pagamento in Cina. Abbiamo valutato positivamente la stabilità e la visibilità del business, che nel caso della Cina sta crescendo vertiginosamente. Le azioni di queste società si scambiano al disotto del prezzo normale per delle imprese di servizi pubblici, e generano per giunta degli utili annuali con una crescita superiore al 15% per azione. Abbiamo ampliato le nostre posizioni e comprato anche una quarta società.

- Un problema che hanno dovuto affrontare molte delle società petrolifere del nostro portafoglio, è l'incessante crescita dei costi, come approfondiremo più avanti. Le operazioni di perforazione e l'attuale estrazione del petrolio costituiscono una parte importante di tali costi. Normalmente gli impianti di perforazione e/o esplorazione petrolifera sono noleggiati da società specializzate con contratti a breve, medio o lungo termine. Per rendere un'idea dell'inflazione dei costi nel settore, il noleggio quotidiano di una piattaforma off-shore di sesta generazione è passato in pochi mesi da 300.000 a 600.000 \$ dollari al giorno. Come sempre, ciò è dovuto alla domanda e offerta del settore. Da un lato le società petrolifere e gasiste, devono effettuare sempre più perforazioni solo per mantenere i loro livelli di produzione, dato che molti giacimenti stanno entrando nella loro fase di maturità o di declino. Dall'altro lato, il numero di piattaforme disponibili e, fattore più importante, la quantità di personale specializzato, severamente limitati a causa di anni passati di disinvestimenti. Quindi si tratta ancora una volta di un settore con buona visibilità di profitti e con dei prezzi estremamente bassi (con un P/E ancora inferiore a 5).

È vero che molti investitori vendono le azioni di queste società quando cadono i prezzi del petrolio, ma noi crediamo si tratti di un errore: fintanto che il prezzo del petrolio resta al disopra dei 50 \$ il barile (attualmente è quotato a 65 \$ per i contratti a termine a un anno), effettuare delle trivellazioni per cercare petrolio risulta redditizio, e la domanda dei servizi di queste società aumenterà. Se il prezzo del petrolio dovesse scendere al di sotto di questo livello, le società smetterebbero di trivellare, ma ciò assicurerebbe comunque un'inversione di tendenza piuttosto rapida del prezzo del petrolio, dato che l'offerta inizierebbe a scarseggiare.

Da un altro lato, abbiamo proceduto a vendere le società di produzione di pollame. Riteniamo che rappresentino un investimento decente, ma siamo restati delusi dallo sviluppo del settore, per cui abbiamo ritenuto che altrove vi siano molte opportunità migliori in cui investire e guadagnare denaro e con rendimenti superiori.

Non possiamo dimenticare poi l'andamento delle azioni delle società che possediamo nel settore delle "materie prime", in special modo le società energetiche e alcune produttrici di metalli. Come ben sapranno la maggior parte degli investitori, il prezzo delle azioni di molte società di produzione di materie prime è caduto bruscamente negli ultimi due mesi, come mostrato nel Grafico 7 per alcuni indici e nel Grafico 8 per alcune delle azioni che possediamo, in specie Canadian Natural Resources e Nexen per le petrolifere e Quadra Minerals e Hudbay per le imprese minerarie di rame e zinco.

Grafico 7
Indici globali azionari MSCI metalli ed energia, a partire dal 1° luglio -

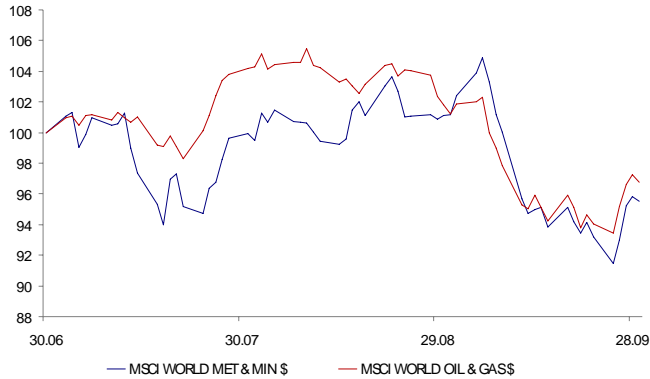
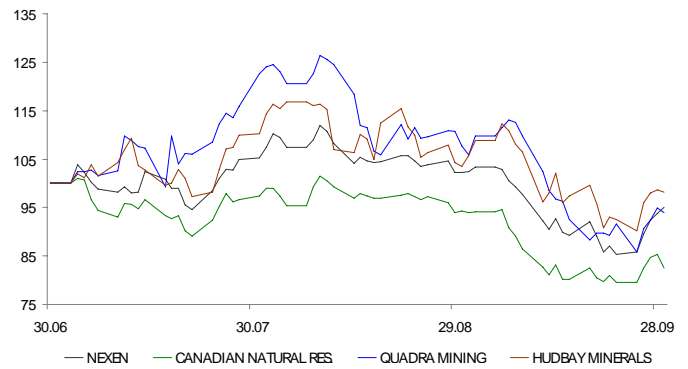


Grafico 8
Andamento azioni Nexen, CNQ, Quadra e Hudbay. A partire dal 1° luglio -



Fonte: Datastream

Il primo punto da considerare è che mentre il prezzo del petrolio è caduto bruscamente nel corso di queste ultime settimane, ciò non si è verificato per alcuni metalli, come mostrato nei Grafici 9 e 10. La caduta del prezzo delle azioni delle società minerarie, che erano già piuttosto basso, appare di conseguenza totalmente ingiustificata.

Grafico 9
Prezzo di petrolio, rame, nichel e zinco a partire dal 1° giugno -

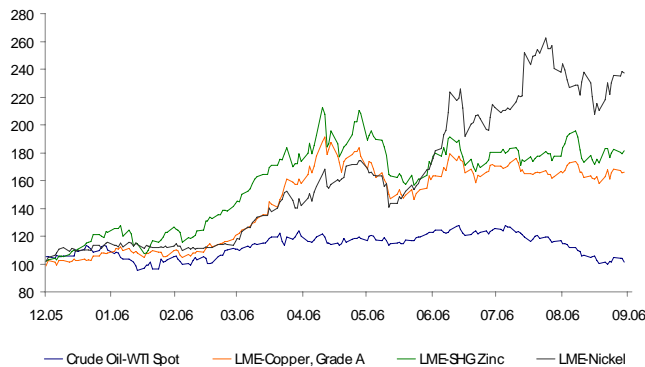
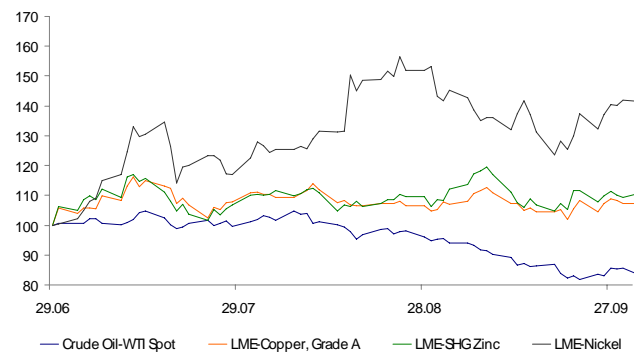


Grafico 10
Prezzo di petrolio, rame, nichel e zinco a partire dal 1° luglio -



Fonte: Datastream

Nel caso delle società petrolifere si sono verificati due eventi: uno importante e l'altro meno. L'evento meno rilevante è rappresentato dalla rapida caduta del prezzo del petrolio. Noi riteniamo sia di minore importanza, dato che il prezzo del petrolio non ha bisogno di essere troppo alto perché le nostre società siano redditizie (le loro riserve sono scontate ad un prezzo di circa 40 \$ il barile). Inoltre, questo decremento non è necessariamente permanente: il prezzo è andato giù, ma probabilmente tornerà su in poco tempo. L'evento realmente importante è stato l'esplosione dei costi sperimentata dalla maggior parte delle società petrolifere. In generale, le poche società che sono in grado di sostituire le loro riserve, lo stanno facendo a dei prezzi più alti di quello che costerebbe loro cercare il petrolio che stanno producendo attualmente. Questo non favorisce certo la profittabilità a lungo termine. Per quanto riguarda le società canadesi di sabbie bituminose, i costi di capitale si sono letteralmente raddoppiati nel corso degli ultimi sei mesi, un aumento di

una gravità che non ci eravamo aspettati. Naturalmente se i vostri investimenti si raddoppiano, ed i margini restano più o meno allo stesso livello, i vostri rendimenti sull'investimento verranno dimezzati. Ancora una volta, non si tratta di un buon augurio per la profittabilità di lungo termine.

Fortunatamente abbiamo sempre provveduto a valutare le nostre società petrolifere in base alle riserve *attuali*, rendendole pertanto meno esposte a questo boom dei costi, anche se chiaramente ci affetta in modo negativo. Il risultato netto è che quando ritenevamo che le nostre società petrolifere avrebbero offerto una profittabilità eccellente a lungo termine, abbiamo in alcuni casi dovuto riaggiustare le nostre aspettative in certa misura. Ma siamo comunque certi che alla fine raggiungeranno o supereranno il nostro benchmark di rendimento annuale a lungo termine del 15%. Per fare solo un esempio, la società Nexen, le cui azioni si stavano scambiando a 59,75 \$ CAD al 29 di settembre, si aspetta dei flussi di cassa per azione di 16 \$ CAD per il 2007, e ancora di più per il 2008, dato che alcuni dei suoi sviluppi in corso sarà completamente operativo sono per quella data.

La valutazione di cui sopra ha un corollario secondario, ma assai importante: sul lungo termine, il prezzo non potrà scendere di troppo al di sotto dell'attuale livello. Se lo facesse, assisteremmo ad un calo delle esplorazioni che, tenuto conto del fatto che le riserve mondiali sono così limitate, implicherebbe necessariamente una caduta della produzione e quindi un rimbalzo dei prezzi verso l'alto.

Un argomento simile si può applicare anche ad alcuni metalli. Precisamente, noi possediamo delle società minerarie che producono rame, nichel, zinco e piombo. Anche se in ogni caso la situazione è differente, noi siamo certi che le nostre società resteranno redditizie anche in presenza di prezzi al di sotto di quelli indicati attualmente nei mercati a termine. Crediamo inoltre che i prezzi a lungo termine non possono realmente cadere al di sotto di quelli dei mercati a termini, o l'offerta semplicemente non si materializzerà.

Per concludere, le società del settore energetico e minerario rappresentano una parte rilevante del nostro portafoglio (circa il 35%) perché, dopo un'attenta analisi, abbiamo creduto nella loro profittabilità a lungo termine (e anche a breve termine: alcune presentano un P/E inferiore a 5 per il prossimo anno!). Noi non abbiamo investito in queste imprese perché sono "di moda" né le venderemo perché ci sembrano "fuori moda". Fintanto che riterremo che potranno generare dei rendimenti al di sopra del nostro target del 15% annuo, le manterremo nel nostro portafoglio. Ma, allo stesso tempo, continueremo comunque ad andare a cercare degli altri che possano apportare un'ulteriore diversificazione del Fondo.

Avviso legale - Lussemburgo

La performance fino al 31 di maggio del 2006 è quella del Fondo LTIF sede nelle Isole Vergini Britanniche di cui il Fondo LTIF Lussemburgo è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso la SIA Fund AG. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Long Term Investment Fund è una società di investimento a capitale variabile di tipo a ombrello organizzata nella forma di "société anonyme" in conformità con le leggi del Granducato di Lussemburgo, qualificata Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") ai sensi della Parte I della Legge del Lussemburgo del 20 di dicembre del 2002. La società possiede tre comparti attivi denominati "Classic", "Alpha", ed "Energy", che sono totalmente similari al Fondo LTIF con sede nelle Isole Vergini Britanniche (le classi "Classic" e "Alpha") e al Fondo Global Energy Value, per quanto riguarda i loro obiettivi di investimento e la loro struttura operativa. Il presente bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

Amministratore:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2016 Lussemburgo
Lussemburgo

Gestore Investimento:

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginevra
Svizzera

Banca Depositaria:

Pictet & Cie (Europe) S.A.
1, Boulevard Royal
L-2016 Lussemburgo
Lussemburgo

Sede Legale

1, Boulevard Royal
L-2016 Lussemburgo
Lussemburgo

Consulente Finanziario::

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Svizzera

LTIF – Classic

ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Alpha

ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Global Energy Value

ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX

Avviso legale - Svizzera

La performance alla fine del 30 di settembre del 2006 è quella del Fondo LTIF con sede nelle Isole Vergini Britanniche, di cui il Fondo LTIF Stability è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso il Gruppo SIA. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Il Fondo LTIF Stability (SIA Funds AG) è stato approvato dalla Commissione Bancaria Svizzera in data 13 di luglio del 2006. Il Fondo ha iniziato le sue operazioni commerciali denominate in Franchi Svizzeri (CHF) a partire dal 1 di ottobre del 2006. Il presente bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

Amministratore:

Pictet Funds SA
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginevra
Svizzera

Gestore Investimento:

SIA Funds AG
3, Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Svizzera

Banca Depositaria:

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginevra
Svizzera

LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW