

Como explicamos en el manual del propietario, los inversores de LTIF deben mirar los resultados de nuestras sociedades para conocer los nuestros, más que el precio de sus acciones (y que el valor de liquidación del fondo, que es sencillamente la suma del precio de las acciones que tenemos en una fecha determinada). Por eso hablamos esencialmente de la "rentabilidad intrínseca", más que de la rentabilidad de las acciones.

Si desea una descripción detallada de la filosofía de inversión de LTIF, y su "manual del usuario", que explica a fondo nuestros conceptos de valoración, como el "valor intrínseco" y el "beneficio por acción del fondo", consulte nuestro sitio en Internet en la dirección www.ltif.com. También puede encontrar *newsletters* anteriores y resultados detallados del fondo desde su creación.

Si tiene cualquier pregunta, envíela a info@ltif.com.

Resultados de nuestra cartera

Al 31 de marzo, prácticamente teníamos los resultados del ejercicio 2004 completo.

- Las sociedades de nuestra cartera obtuvieron un beneficio agregado (por participación del fondo) de 15,2 €. Aparte de estos beneficios, pagaron un dividendo de 7,56 €. Son excelentes resultados, considerando que compramos muchas de estas sociedades por un precio sustancialmente inferior al precio que tienen hoy.
- Poniéndolo en perspectiva: un inversor que se incorporara al fondo en su inicio y que hubiera pagado 100 € por acción, obtiene ahora una rentabilidad anual superior al 15%. Y lo que es mejor, creemos que estas sociedades ganarán al menos un 10% más en 2005.
- Si comparamos estas cifras con el precio de mercado de 136,76 € por participación del fondo al inicio de 2004, nos encontramos con que el fondo tuvo una "rentabilidad real" del 11,1%: quien invirtiera en el fondo al inicio de 2004 compró acciones de sociedades cuyos beneficios de ejercicio representaron un 11,1% de su inversión.
- En 2005, comenzamos con un precio de 176,9 € por acción. Creemos que nuestros rendimientos estarán probablemente por encima de 17 €, lo que implica una rentabilidad real de en torno al 10% (de la que cerca de la mitad se pagaría en dividendos).

La rentabilidad intrínseca de nuestras sociedades en 2004 (el dinero que consiguieron, con independencia del precio de las acciones) fue del 11,1%, con un rendimiento en dividendos del 5,5%

Estos buenos resultados se derivan del importante crecimiento de ingresos de varias sociedades (Depfa, McCarthy & Stone, Samsung Electronics, Canadian Natural

Directorio LTIF

Administrador:

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O.Box 25121
3001 HC Rotterdam
Países Bajos

Telekurs: 1341036

Gestor de Inversiones:

VDI Ltd.
Kings Court, Bay Street
P.O.Box N-1417
Nassau, Bahamas

Bloomberg: LONGTRM VI

Domicilio social:

Mill Mall, P.O.Box 964
Road Town, Tortola
Islas Vírgenes Británicas

Depositario:

Pictet & Cie
29, Boulevard
Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Asesor de Inversión:

Strategic Investment Advisors SA
4, rue de l'Ecole de Chimie
1205 Ginebra
Suiza

Resources...), y del hecho de que hemos vendido algunas sociedades más caras y hemos comprado otras más económicas, "comprando" así más beneficios de cara al futuro (v. más adelante).

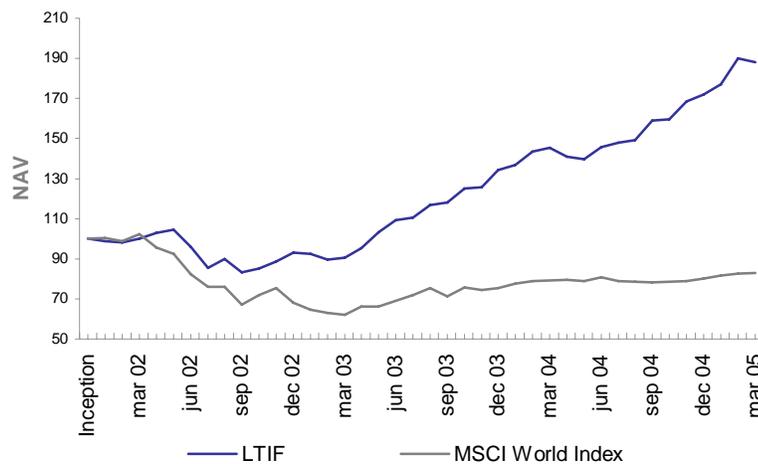
El patrimonio total alcanzó 71 millones de euros al cierre de marzo

El valor liquidativo ha subido un 9,51% en el primer trimestre de 2005

El patrimonio total del fondo a 31 de marzo de 2005 ascendía a 71 millones de euros, incluidas las series "long-only" (sólo compradora) y Alpha.

Como suele suceder con frecuencia, todo esto no ha pasado desapercibido en el mercado, que ha subido el precio de nuestras participaciones un 9,51% en este primer trimestre, hasta un valor liquidativo (VL) de 188,18 € por acción.

Figura 1:
Valor teórico de la participación de LTIF, comparado con el índice MSCI World

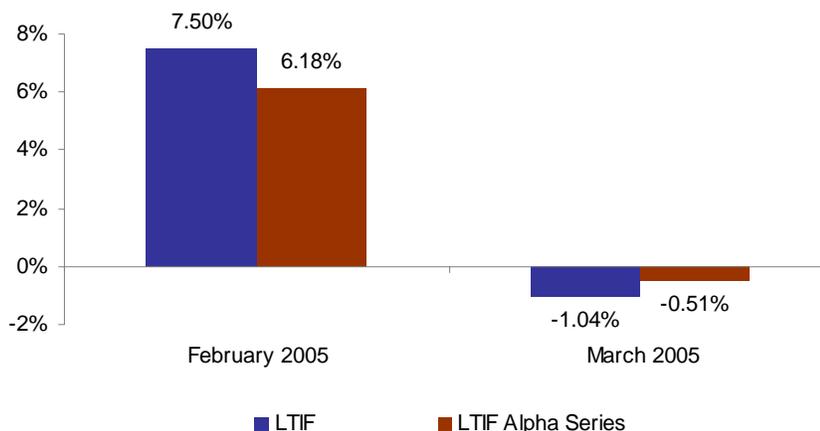


La Serie Alpha

La Serie Alpha ya muestra menos volatilidad

La Serie Alpha se lanzó finalmente en febrero. Sus resultados, como era de esperar, son similares a los del LTIF "long-only", pero menos volátiles: sube menos, pero también baja menos, como puede verse en el gráfico. Sin embargo, dos meses es obviamente un periodo de tiempo demasiado breve para decir gran cosa, salvo que la "cobertura" funciona (como tenía que hacerlo).

Figura 2:
Comparación de resultados: LTIF - LTIF Alpha Series



Un punto de ligero interés es que el mercado es más volátil: el precio de mercado de la cartera probablemente ha subido demasiado en enero-febrero, sólo para ajustarse algo en marzo. Como saben nuestros inversores, no creemos que este “precio de mercado” sea especialmente importante, pues preferimos concentrarnos en la “rentabilidad real”. Como no tenemos previsto vender, no nos importa mucho el precio de venta de nuestras sociedades. En cualquier caso, todos sabemos que, a largo plazo, la rentabilidad real y los precios de mercado van de la mano.

Sociedades que hemos vendido

Hemos vendido más sociedades de lo normal dado que muchas de nuestras primeras inversiones han “madurado” tras 3 años, y los mercados todavía siguen siendo caros

Durante este primer trimestre de 2005, hemos vendido una serie de sociedades: Gerdau, Encana, SIG, Sjaelsoe, BAM y Clinton Cards. En la mayoría de los casos, hemos vendido sencillamente porque las sociedades han llegado a un precio que consideramos que no se justifica con los beneficios futuros. Esto no significa que esos beneficios no sean buenos, sino que el precio que alguien está dispuesto a pagar por ellos es, en nuestra opinión, demasiado elevado. En términos medios, vendimos estas sociedades por unas ganancias anualizadas muy superiores a un 25%. Es importante entender cómo tomamos estas decisiones.

En principio, nuestro objetivo es ganar un 15% al año con nuestras inversiones. Hay dos formas de conseguirlo: bien comprando acciones, a cualquier precio, que suban un 15% al año y vendiéndolas; o comprando acciones a un precio tal que los beneficios que obtenga la sociedad en el futuro representen al menos un 15% sobre nuestra inversión.

En el primer caso, compraríamos cualquier cosa, mientras subiera (nos vienen a la cabeza las acciones tecnológicas a finales de los 90). Por desgracia, no podemos seguir este enfoque, ya que no sabemos lo que va a suceder con el precio de las acciones en el futuro. Si compramos algo esperando que suba, corremos el riesgo de que baje... para siempre.

En el segundo caso, la clave será nuestra capacidad para evaluar los beneficios futuros de una sociedad determinada. Mientras lo hagamos razonablemente bien y compremos las sociedades a buenos precios,

conseguiremos nuestro 15% a largo plazo, con independencia de lo que hagan los mercados.

Esta estrategia de inversión señala a nuestra estrategia de venta. Imagine que hemos comprado a un precio de 100 € por acción una sociedad que creemos que va a generar 15 € por acción anualmente en el futuro. Si el precio se mantiene en torno a 100 €, la mantenemos (y conseguimos nuestro 15%, probablemente en forma de dividendos); pero si el precio sube a 150 €, debemos venderla: es imposible que los beneficios de la sociedad generen una rentabilidad del 15% a largo plazo con respecto al dinero que podemos conseguir si la vendemos. Por tanto, la vendemos y tratamos de comprar una sociedad donde se pueda conseguir ese 15%. Si encontramos una, invertiremos nuestros 150 € al 15%, de manera que nuestros beneficios por año aumenten ahora hasta 22,5 € en lugar de los 15 € iniciales (y el rendimiento sobre la inversión inicial será ahora del 22,5%). Cabe destacar que podemos vender a 150 € y que luego el precio de la acción suba a 200 €. Sucede continuamente y todo lo que podemos hacer es felicitar a los vendedores y desear mucha suerte a los compradores.

*Los mercados
"caros" necesitan
más operaciones
de lo habitual*

Por lo general, esta estrategia genera poca rotación en la cartera. Pero los inversores han notado que, en los últimos trimestres, hemos comprado y vendido más sociedades de lo habitual. Creemos que es importante entender los motivos.

El fondo tiene ahora más de tres años y muchas de las sociedades que compramos al inicio han evolucionado hasta alcanzar una "valoración plena". Es un proceso lógico: si encontramos sociedades que sean mejor inversión que la media, y tenemos razón, debemos esperar que el mercado las descubra antes o después y aumente su precio al menos a la media de mercado. Pero esa "media de mercado" está hoy por encima del precio que nos gustaría pagar. Dicho de otro modo, es imposible que la media de mercado (el "índice") vaya a generar una rentabilidad del 15% a largo plazo desde su posición actual. Esto significa que, cuando nuestras sociedades alcanzan la valoración de mercado porque han sido descubiertas, vendemos. Este ciclo lleva normalmente unos años y es probable que haya concluido en el caso de muchas de nuestras inversiones iniciales.

Así, hemos vendido ahora Sjaelsoe, que compramos en 2002, por más del doble del precio de la inversión original, al igual que Clinton Cards (también comprada en 2002). Encana, SIG y BAM las hemos mantenido durante un año, pero hemos logrado venderlas con más de un 40% de beneficio. Por último, hemos vendido Gerdau (un fabricante de acero brasileño) porque pensamos que ya teníamos otras sociedades comparables (Usiminas y CSN) con mejores perspectivas y optamos por concentrar nuestra inversión en esas dos.

De este modo, nuestra tarea nunca termina: una vez tenemos invertidos todos nuestros fondos en lo que creemos que son sociedades que nos darán un rendimiento del 15% anual, todavía tenemos que comprobar si alguien no está dispuesto a pagar "demasiado" por ellas. Si es así, vendemos y tenemos que encontrar nuevas sociedades en las que invertir. Por ahora, este proceso ha funcionado y por eso el fondo ha obtenido una rentabilidad anualizada, en tres años, superior al 15%.

Sociedades que hemos comprado

Así es como hemos comprado las siguientes sociedades en este trimestre: Aracruz, Petrobras, Transmissao Paulista, Michelin, Red Eléctrica Española, Orient Overseas International, Elmu, Astra Agro Lestari, Honam Petrochemical y Anadarko Petroleum. A continuación las describimos brevemente.

Aracruz es en la actualidad el mayor productor mundial de pulpa de papel y, además, el productor con menor coste. Durante siglos, las compañías papeleras han producido su propia pulpa, al ser el principal componente del papel. Pero está surgiendo una nueva tendencia que consiste en fabricar la pulpa en lugares con costes mucho más bajos y exportarla a mercados avanzados (con mayores costes) para la fabricación del papel. Los costes de Aracruz son tan bajos, que para las papeleras europeas y estadounidenses es más barato comprar su pulpa que seguir fabricando la suya propia (los eucaliptos crecen el doble de rápido en Brasil que en cualquier otro lugar). Y estos diferenciales de coste aumentarán con el tiempo.

Petrobras es la compañía de petróleo "nacional" de Brasil. Como la mayoría de las sociedades brasileñas, es muy barata. Cuenta con casi 20 años de reservas y con una creciente experiencia en perforaciones en aguas profundas, que es una de las pocas áreas de crecimiento en la exploración petrolera.

Transmissao Paulista distribuye electricidad en la región de Sao Paulo. Tiene la estabilidad de rendimiento de una compañía de suministro público (fijado de hecho por regulación) pero cotiza con un importante descuento.

Red Eléctrica Española y **Elmu** son sociedades similares a Transmissao Paulista pero en España y Hungría, respectivamente. Ambas cotizan a bajo precio en comparación con la estabilidad de rendimiento y tienen más crecimiento en ellas de lo que el mercado reconoce.

Michelin no necesita presentación. Creemos que su enfoque en el negocio de repuesto (frente a la venta directa a los fabricantes de vehículos nuevos) es una buena posición estratégica porque es mucho menos sensible a los precios y la fuerza de la marca Michelin representa una ventaja.

Orient Overseas International es una importante sociedad de transporte de contenedores con sede en Hong Kong. Cotiza a un precio extremadamente bajo y posee una excelente flota y participaciones en puertos, que son muchos menos cíclicos que la propia actividad de transporte.

Honam Petrochemical es un productor coreano de productos químicos básicos que cotiza con un importante descuento, probablemente porque el mercado no se ha dado cuenta del todo del impacto de dos adquisiciones llevadas a cabo el ejercicio pasado. También hay que decir que el mercado coreano en su conjunto, junto con el brasileño, es a día de hoy el más barato del mundo.

Por último, incorporamos **Anadarko Petroleum** a nuestra cartera de sociedades energéticas porque nos gustó la fortaleza de sus reservas.

Noticias del fondo

Y para concluir, las noticias más importantes son la incorporación de Walter Scherk como Asesor Senior de Inversión en SIA, SA, asesor principal de LTIF, y la admisión a cotización del fondo en el mercado de valores de Dublín.

En relación con el nombramiento de Walter Scherk, esto es lo que dijo el Prof. Jarillo, Socio Gestor de SIA:

Tengo el inmenso placer de anunciarles el nacimiento de una colaboración estable con alguien que se ha convertido en un importante colaborador de Strategic Investment Advisors, SA. A partir del 1 de marzo, Walter Scherk se convertirá en Asesor Senior de Inversión de la sociedad, poniendo a nuestra disposición su extensísima experiencia en el análisis de valores, la gestión de carteras y el desarrollo de productos.

Conoci a Walter en 1984, cuando estaba cursando su MBA en la Harvard Business School (que terminó con matrícula el año siguiente), tras haber obtenido una licenciatura en Ingeniería Industrial. Posteriormente, coincidimos algún tiempo en la Facultad del IESE en Barcelona, donde enseñaba Finanzas. Desde entonces, nuestras trayectorias profesionales se separaron. Asumió funciones de gestión en la empresa familiar (una sociedad de plásticos) y, posteriormente, comenzó una larga y distinguida carrera en el mundo de las finanzas. Primero trabajó en el Mercado de Valores de Barcelona, donde desarrolló el primer servicio de calificación de valores de España. En 1991, se trasladó a Madrid para trabajar para Ahorro Corporación, la división de servicios financieros de las Cajas de Ahorro españolas. Ocupó el cargo de Director de Investigación, organizó el departamento y se convirtió en Director General de la división de Gestión de Activos, con responsabilidad directa sobre más de 9.000 millones de euros. Ahora trabaja como consultor independiente.

Walter aporta unas aptitudes analíticas y técnicas sin igual, un profundo conocimiento del análisis fundamental y amplia experiencia en todas las realidades de la gestión de activos, pero tan importante como todo eso son su carácter y su personalidad. Es difícil para mí expresar lo contento que estoy con su colaboración: no es fácil incorporar a alguien que es, al mismo tiempo, el mejor de los profesionales que se pueda encontrar y un viejo y buen amigo (fue padrino de mi boda, hace casi 20 años).

Durante estos últimos años, durante los cuales LTIF no ha hecho otra cosa que crecer, Walter ha sido una fuente constante de ánimo y ahora su ayuda constituye el mejor activo en el que puedo pensar para sentar las bases de la nueva fase del desarrollo de Strategic Investment Advisors. La consolidación de LTIF, el lanzamiento de la Serie Alpha y del fondo Global Energy Value Fund tendrán, sin duda, una mejor base con su aportación.

Estoy seguro de que nuestros inversores se van a beneficiar ampliamente de su colaboración y tendrán pronto oportunidad de apreciar en persona sus conocimientos y su experiencia.

Para terminar, lo más probable es que el fondo cotice en el Mercado de Valores de Dublín antes del verano. Esto lo convertirá en una inversión adecuada para los inversores nacionales cualificados de toda la Unión Europea, ya que se encontrará bajo la supervisión de las autoridades irlandesas.

Aviso legal

El Long-Term Investment Fund y el fondo Global Energy Value Fund no cuentan con autorización de distribución pública en Suiza, la Unión Europea ni Estados Unidos. Esta *newsletter* sólo se dirige a inversores privados cualificados que han manifestado su deseo de recibirla y, en modo alguno, constituye una oferta para vender productos financieros que no puedan ser adecuados para esos inversores.