

Long-Term Investment Fund

Newsletter octubre 2004

Resultados de nuestra cartera

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.

Nuestras sociedades siguen obteniendo buenos resultados. Estos han sido especialmente buenos en este último trimestre en Depfa (aumento del 37% del BPA en comparación con el ejercicio anterior, rentabilidad de los recursos propios después de impuestos del 32,8%), Barratt Development (aumento del 27% en los beneficios, 37% de rentabilidad sobre el capital invertido), Posco (los beneficios han superado el doble), Samsung Electronics (aumento de más del 50% de los beneficios, más del 35% de rentabilidad de los recursos propios), Bam Group, etc. Boskalis sigue atravesando una mala racha y sólo ha obtenido unos beneficios netos de 7,4 millones de euros en el primer semestre de 2004 frente a los 32,7 millones de euros de 2003, aunque los flujos de efectivo sólo se han reducido ligeramente) y la mayoría de nuestras sociedades petroleras no se están beneficiando todavía de la subida de los precios del petróleo porque vendieron a futuro la mayoría de la producción de este año a lo que hace un año les pareció un buen precio (en torno a 23 \$). Estas coberturas no vencen hasta el año que viene, así que todavía nos quedan un par de trimestres de rentabilidad mediocre (en relación con lo que podría ser) por delante.

Directorio LTIF

Administrador:

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

Gestor de

Inversiones:

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Islas Vírgenes
Británicas

Domicilio social:

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

Depositario:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Asesor:

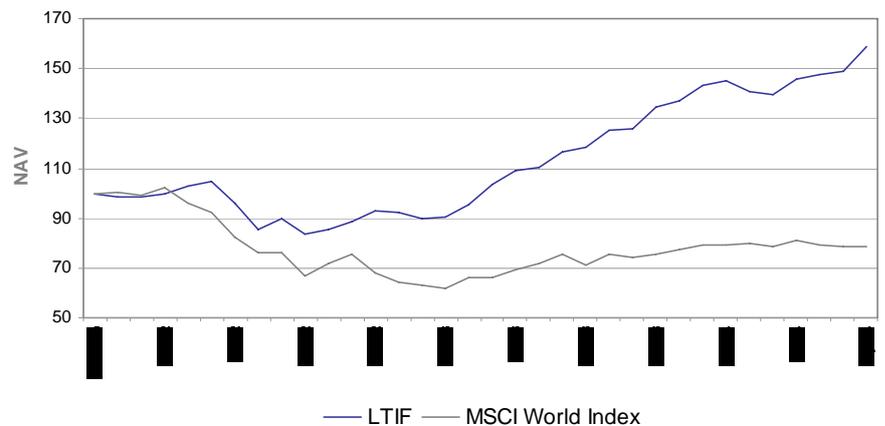
Strategic Investment Advisors, SA
4 Rue de l'Ecole de Chimie
1204 Ginebra
Suiza

Telekurs: 1341036 **Bloomberg:** LONGTRM VI

El valor teórico de la acción del fondo es de 159 €/acción, lo que representa un aumento del 9,25% en el trimestre y del 18,39% desde el inicio del ejercicio

Los mercados están reconociendo el valor de algunas de nuestras sociedades, provocando que el valor liquidativo del fondo (el valor de mercado de las acciones que tenemos al 30 de septiembre) fuera de 159 € por acción, lo que representa un aumento del 9,25% en el trimestre y de un 18,39% desde el 1 de enero. Las acciones que más han avanzado en el trimestre son Bam, Canadian Natural Resource y Posco, y las que menos han avanzado Barratt Development, Petrocanada y Samsung Electronics. Hemos aprovechado la escasa "rentabilidad" de las acciones de Barratt Development y Petrocanada para aumentar estas posiciones en nuestra cartera. El siguiente gráfico compara este avance en el valor liquidativo del Fondo con el índice Morgan Stanley World Index.

Valor liquidativo de LTIF por acción, comparado con el MSCI World Index



El valor patrimonial total es ahora de 18.362.052 €.

El valor patrimonial total asciende a 18.362.052 €. Incluye un reembolso neto temporal técnico que ya se ha reinvertido en octubre.

Noticias de la cartera

No hemos comprado ninguna sociedad nueva, pero hemos aumentado nuestras posiciones en Canadian Natural Resources, Canadian Oils Sands Trust, Nexen Energy, Petrocanada, Suncor, Depfa Bank, Bam Group, Barratt Development y McCarthy and Stone.

Hemos vendido Caemi, obteniendo una plusvalía de cerca del 50% en 9 meses.

Hemos vendido Caemi, la sociedad brasileña líder mundial en producción de mineral de hierro. Creemos que la sociedad es excelente y tiene un gran futuro por delante, pero su precio ha alcanzado nuestros exigentes criterios en términos de valoración, por lo que la hemos vendido obteniendo una plusvalía de en torno al 50% en 9 meses.

Algunas reflexiones sobre el petróleo

En la *newsletter* anterior, mencionábamos que nuestra posición en las sociedades petroleras canadienses había alcanzado el 15% del valor del fondo y que explicaríamos con más detalle esta decisión en esta edición.

El petróleo representa ahora el 20% del valor del fondo

El porcentaje que representa el petróleo en nuestro fondo asciende en estos momentos a más del 20%, principalmente porque algunas de nuestras posiciones están aumentando de valor, pero también porque hemos aumentado algunas de esas posiciones a medida que hemos ido recibiendo nuevas aportaciones al fondo. Una minoría de lectores piensa que es una posición demasiado grande, pero nos

El potencial de revalorización supera el 100% a lo largo de los próximos 2-3 años

El mundo necesita en torno a 4 millones de barriles por día de petróleo nuevo cada año para satisfacer la demanda: esto es más que la producción máxima de Irak

Es poco probable que esta cantidad vaya a ser suministrada a precios mucho más bajos que los actuales

La valoración de las sociedades con muchas reservas es tan baja que los inconvenientes son mínimos: representan una gran inversión en valor

Las inversiones energéticas proporcionan una cobertura natural excelente, ya que guardan una correlación inversa con el mercado en general

gustaría recordarles que en 1980 las sociedades energéticas componían el 28,1% del índice S&P 500, mientras que las financieras ni siquiera superaban el 5,7%. Estas cifras son actualmente del 6,2% en el caso de las energéticas y del 21,2% en el caso de las financieras, pero creemos que bien podría ser el inicio de una nueva inversión a largo plazo de la tendencia que llevaría al sector energético de nuevo a una posición predominante.

Pensamos que estas sociedades presentan una oportunidad única de revalorización: la mayoría de ellas está valorada en menos del 50% de lo que creemos que es su valor neto en la actualidad.

La razón de esta seria discrepancia entre el valor y el precio es que el "mercado" ha estado utilizando un precio de 20-25 \$ para el barril de petróleo para calcular el valor de estas sociedades. Creemos que es un error.

Por supuesto, el petróleo puede fluctuar (y lo hará) a corto plazo. Pero a la hora de comprar una sociedad petrolera con enormes reservas, como hacemos nosotros, estamos "comprando" el precio del petróleo de muchos años futuros. De tal modo que la cuestión no es el precio que tendrá el petróleo dentro de unos meses (que no lo sabemos), sino qué precio es razonable esperar en la próxima década.

Sobre esto tenemos algunas ideas. El consumo mundial de petróleo está aumentando a razón del 2,5% anual, aproximadamente, lo que implica que, dentro de 5 años, la producción neta debe ser más de un 15% mayor. El consumo actual gira en torno a 82 millones de barriles por día (bpd). El aumento de cada año representa, por tanto, 2 millones de bpd más que deben ser producidos. Pero el mundo está perdiendo cerca de 1,5 millones de bpd por agotamiento de los antiguos campos de petróleo. Esto significa que debe producirse entre 3 y 4 millones de petróleo extra cada año para satisfacer la demanda. Para que los lectores se hagan una idea, la producción de Irak, en su punto más alto, fue de 3 millones de bpd. Lo que significa que la tan comentada capacidad de Irak, que debería estar en esa línea para estos momentos, no representa más que el valor de un año de demanda extra. En otras palabras, el mundo necesita un *nuevo Irak cada año* para satisfacer la demanda. Y ni siquiera el verdadero Irak está produciendo esa cantidad.

No obstante, no creemos que el mundo esté a punto de quedarse sin petróleo. Aunque hay una cosa clara: después de veinte años de infrainversión, el sector está estirado al límite y se ha quedado sin oportunidades de producir petróleo barato. A partir de ahora, el petróleo tendrá que proceder de una explotación más exhaustiva de los campos existentes, de los descubrimientos en aguas profundas y de las tierras petrolíferas. Todas estas opciones son caras y lentas de llevar a cabo. De hecho, Goldman Sachs ha estimado que el coste marginal de producción para los productores de alto coste actuales ya está por encima de 35 \$ por barril. Esto explica el futuro a 6 años actual (ligeramente por encima de esa cifra), e indica por qué no bajarán los precios a largo plazo, exceptuando algún nuevo descubrimiento masivo, extremadamente improbable, de petróleo de alta calidad y fácil de producir.

Nos movemos en el largo plazo. No es el elevado precio momentáneo del petróleo lo que hace que las sociedades petroleras sean una buena inversión, sino las bajísimas valoraciones en comparación con los probables precios del petróleo a largo plazo

Perspectiva de LTIF para el resto de 2004

El p/b medio está por debajo de 10; el rendimiento en dividendos por encima de 3%

Por todos estos motivos, creemos que el tirante equilibrio actual entre la oferta y la demanda puede muy bien durar mucho tiempo, garantizando un alto precio del petróleo.

Las sociedades que tenemos cuentan con importantes reservas en Canadá. Esto significa que no existe riesgo político y que no existe riesgo de exploración, dado que las sociedades ya tienen el petróleo. Estas sociedades serían inversiones excelentes con un precio medio del petróleo de 25 \$ por barril en los próximos 10 años: su tasa de rendimiento estaría por encima del 10% y tendrían una correlación negativa con el resto del mercado. Pero si el petróleo se mantiene por encima de 35 \$, se convierten en tremendas vacas lecheras. Para que se haga una idea: si el petróleo está a 40 \$ en 2007 (recuerdo a los lectores que, cuando escribo esto, el petróleo ha estado por encima de 45 \$ durante varios meses), Canadian Oil Sands Trust tendrá una rentabilidad en dividendos sobre el precio actual del 15%. O, dicho de otro modo, es probable que el precio de su acción se multiplique por tres. Si el petróleo se mantiene en torno a 50 \$, el rendimiento en dividendos estará por encima del 20%.

No se trata, en nuestra opinión, de inversiones especulativas, sino de valor. No contamos con que los precios del petróleo sean muy altos a corto plazo. Todavía estamos invirtiendo en sociedades muy bien gestionadas que poseen una materia prima relativamente escasa y que están aumentando su producción. Aunque los precios del petróleo cayeran drásticamente *con carácter definitivo*, estas sociedades proporcionarían dividendos de más del 4% al año. Es importante destacar, también, que si los precios del petróleo se mantienen altos, la mayor parte del resto de inversiones se verá afectada. Invertir en sociedades petroleras con importantes reservas ofrece una excelente cobertura contra esa eventualidad. A los precios actuales, creemos que ésta es una oportunidad que no podemos dejar pasar.

De hecho, siguiendo el consejo de Strategic Investment Advisors, SA (v. más abajo), se está preparando un nuevo fondo que se especializará en las inversiones energéticas: petróleo, gas natural, carbón, energía hidroeléctrica, uranio, etc. Como he mencionado anteriormente, pensamos que estamos saliendo de un largo "mercado bajista" para las acciones energéticas que ha dejado precios muy bajos y la falta de inversión, unida a la creciente demanda en todo el mundo, se traducirá en beneficios mucho mayores en la próxima década.

La perspectiva de nuestras sociedades es buena. La mayoría seguirá cosechando importantes beneficios en los próximos trimestres (por ejemplo, nuestras constructoras ya tienen en sus libros la mayoría de las ventas y esperan los beneficios del año que viene; nuestras petroleras verán el vencimiento de las duras coberturas). Sin embargo, el precio de sus acciones todavía no lo refleja: nuestro p/b medio está por debajo de 10, la rentabilidad en dividendos está por encima del 3%.

El propio Fondo sigue creciendo. Septiembre ha visto nuevos compromisos firmes, que elevan nuestro valor liquidativo por encima de 25 millones de euros en octubre. Creemos que es posible que alcancemos el límite actual de 50 millones de euros que

*El valor liquidativo
superará los 25
millones de euros en
las próximas semanas*

*Strategic Investment
Advisors ha sido
constituida en Ginebra
por el Prof. J. Carlos
Jarillo, y es el
principal asesor del
Fondo.*

nos habíamos autoimpuesto durante 2005 ó 2006. Estamos viendo verdadero interés institucional, una vez conseguido un cierto historial: el Fondo podrá calcular en enero la archiutilizada "rentabilidad a tres años".

Por último, la sociedad gestora del Fondo, J3 Associates Ltd., ha otorgado un mandato de asesoramiento a Strategic Investment Advisors, SA. Esta firma, fundada en Ginebra por el Prof. J. Carlos Jarillo, se concentra en el asesoramiento a gestores de patrimonio y sociedades gestoras de fondos en temas de estrategia general e inversiones específicas. Ha firmado un acuerdo formal con Long-Term Investment Fund para, entre otras cosas, preparar estas *newsletters*, ayudar a establecer la estrategia de inversión, generar ideas de inversión específicas y analizar sectores y sociedades particulares.