

Long-Term Investment Fund

Newsletter abril 2003

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 nuestra *newsletter* anterior (agosto 2002) aquí: www.ltif.com/January2003.pdf

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

Resultados de nuestra cartera

Nuestros principales parámetros de valoración son los «beneficios por acción» del fondo, la «rentabilidad del coste» y el «valor intrínseco» de cada acción del fondo (vienen explicados a fondo en la sección «**manual del propietario**» de nuestro sitio web). Puede que incorporemos los ingresos por dividendos, ya que la mayoría de nuestras inversiones proporcionan importantes dividendos (el rendimiento medio es superior al 3%), pero reinvertimos esos dividendos en más acciones, por lo que quedan recogidos en los parámetros anteriores: tenemos más beneficios porque tenemos más acciones de las sociedades, sin que nuestros inversores tengan que realizar aportaciones adicionales al fondo.

Nuestros resultados de 2002 son los siguientes:

Beneficios por acción	13,04 €
Rentabilidad del coste	16,10 %*
Valor intrínseco	70,14 €

* Se refiere a las acciones que mantenemos. Vendimos algunas acciones incurriendo en pérdidas.

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

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI

Resultados de nuestra cartera (continuación)

2002 ha sido nuestro primer ejercicio de actividad. Cuando comenzamos, en enero, nuestro valor intrínseco era de 100 euros por acción: todos nuestros recursos eran efectivo. A medida que fuimos invirtiendo ese dinero, invirtiendo en sociedades, a menudo tuvimos que pagar una prima: pocas sociedades están disponibles por menos de su valor contable (aunque conseguimos algunas). En esencia, hemos cambiado 100 euros, que por ellos mismos generan muy poco (si se mantienen en efectivo) por acciones valoradas en 70,14 € de sociedades que proporcionan una rentabilidad media del 18,4%. Si se mantiene esta rentabilidad (como creemos que sucederá, ya que por eso las hemos elegido), veremos cómo en poco tiempo el valor intrínseco de nuestras inversiones está muy por encima de la suma de dinero invertido. Por supuesto, a medida que se incorporan nuevos inversores al fondo, nuestra rentabilidad se ve temporalmente diluida, pero no esperamos entradas masivas de fondos (el fondo ha crecido en torno a un 15% desde su creación).

De hecho, el futuro es prometedor. En los tres primeros meses de 2003, todas nuestras sociedades han aumentado su rentabilidad. Hemos invertido en ellas a precios muy bajos: el p/b medio del fondo es 6,5, pero sus beneficios aumentan más del 10%. Con independencia de la dirección en que se muevan los mercados, estamos bastante seguros de que, al cierre del ejercicio, nuestras inversiones tendrán un valor significativamente superior al actual.

Desde el punto de vista del valor liquidativo (el valor que concede el mercado en un momento dado a la cartera), se mantuvo relativamente bien durante 2002 (-6,8%) y es estable en 2003 (-2,8% al 31 de marzo, pero +2.2% al cierre de la primera semana de abril).

Nuestros inversores saben que el valor liquidativo no es el parámetro adecuado para esta cartera, al menos en los tres primeros años: el motivo de que no lo sea es que compramos buenas empresas que no entiende el mercado y podemos comprarlas a precios inferiores a su valor intrínseco. Sin embargo, no sería razonable esperar que, justo después de comprarlas, el mercado de repente descubriera su error. Muchas de estas empresas necesitarán tiempo para alcanzar una cotización que refleje su valor real. Pero sucederá. En todo caso, siguen aumentando sus beneficios y pagando dividendos. Aun cuando el mercado nunca les concediera una valoración mejor, el mero aumento de los beneficios debería garantizar un aumento a medio plazo del valor de mercado de sus acciones.

Noticias de la cartera

Desde la última *newsletter* (enero 2003), sólo hemos vendido una sociedad y comprado otra. No obstante, hemos aumentado nuestra posición en varias sociedades que ya teníamos.

Hemos vendido Uniland, como se mencionaba en la *newsletter* de enero, porque nos vimos obligados: los accionistas mayoritarios decidieron privatizar la sociedad, «robándonos» así una excelente inversión. Compramos Uniland a un precio tan barato que su p/b (4) era inferior que su rendimiento en dividendos (5%). El consuelo es que hemos salido bien parados, aunque no demasiado bien, teniendo en cuenta la rentabilidad

de la sociedad: el precio final suponía una plusvalía del 70%, incluidos los dividendos percibidos. Aunque nos entristece perder una inversión como ésta, se trata de un rendimiento óptimo para un año. Era nuestra mayor posición.

Hemos comprado Natuzzi SpA. Natuzzi es una sociedad italiana, situada cerca de Nápoles, que tiene la mayor cuota de mercado del mundo en sofás de cuero y vende en todo el mundo con las marcas Natuzzi, Divani&Divani e Italsofa. Tiene fábricas en Italia, Brasil y China. Sus ventas están bastante igualadas entre Estados Unidos y Europa, con actividades de menor importancia en el resto del mundo. Cotiza en la Bolsa de Nueva York (NYSE) y tiene una capitalización bursátil de cerca de 500 millones de €.

Las finanzas de la sociedad son extremadamente sólidas: en el cierre de 2002 tenía 100 millones de euros en efectivo, sin deuda. Es extremadamente rentable: la rentabilidad de sus fondos propios ha subido por encima del 20% en los últimos diez años. La sociedad paga buenos dividendos de forma periódica (rendimiento de en torno al 3%), más dividendos especiales relativamente frecuentes, cuando el efectivo sencillamente se acumula.

Su estrategia en los últimos cinco años ha sido la de «integración hacia delante»: está gastando el dinero en desarrollar una marca bien conocida y su propia red de distribución. Ha abierto docenas de tiendas especializadas en los últimos cinco años y tiene intención de abrir muchas más en un futuro inmediato, además de una serie de «galerías», que son «tiendas especializadas dentro de tiendas» en los grandes almacenes más importantes de Estados Unidos. Creemos que es una estrategia excelente, ya que los fabricantes de bajo coste pueden terminar consiguiendo una parte importante del mercado (aunque el alto coste del transporte ensombrece un poco las ventajas de los bajos costes de mano de obra). Pero la marca, el diseño y la distribución son mucho más difíciles de atacar (piense en Nike, que no fabrica un solo zapato). Parece que la ejecución de la estrategia es buena por el momento.

Hemos conseguido entrar en esta inversión a un precio extremadamente bajo, de en torno a 4,5 veces los beneficios de 2002. Como es costumbre en nuestras inversiones, es difícil que entendamos por qué el mercado da una valoración tan baja a la sociedad en este preciso momento, pero nos estamos acostumbrando, en esta época de alta volatilidad, a ver este tipo de oportunidades. La sociedad acaba de presentar información completa sobre el ejercicio 2002, que ha sido bueno, y las perspectivas de beneficio son ligeramente mayores en 2003. Lo cierto es que, aunque sólo alcance el beneficio de este ejercicio, será un buen resultado.

Resultados de nuestras sociedades

La mayoría de nuestras sociedades han obtenido muy buenos resultados en 2002. De hecho, todas han alcanzado beneficios récord, salvo por las excepciones que comentamos a continuación. Y lo que es mejor, prevén buenos resultados para 2003, con unos beneficios por lo menos al mismo nivel.

ABN AMRO ha obtenido un resultado de explotación muy bueno en 2002, a pesar de que los beneficios netos se vieran minorados en el primer semestre por las cancelaciones relacionadas con

Worldcom, Enron y otros problemas. El segundo semestre del ejercicio ya fue muy bueno y las expectativas para 2003 son buenas.

Hunter Douglas está atravesando una época de estancamiento: los beneficios en 2002 ascendieron a 3,07 € frente a 3,08 € en 2001. La sociedad todavía no tiene una pauta clara para 2003, aunque insiste en que tiene una posición fuerte a largo plazo. Sigue comprando sociedades a precios razonables, consolidando así el sector.

Petroleum Development, en tanto que productor de gas natural, tiene una gran dependencia del precio de esta materia prima. Los resultados de 2002 no fueron buenos (0,57 \$ de BPA frente a 0,9 \$ en 2001), pero los precios de la energía son altos y este primer trimestre está resultando muy bueno. La sociedad fácilmente podría duplicar beneficios en 2003.

Por último Teleplan, como muchas otras empresas de alta tecnología o «high-tech», ha tenido que amortizar totalmente gran parte del “fondo de comercio” incurrido en la adquisición de una serie de sociedades, cuatro años atrás, a precios inflados. Estas amortizaciones no afectan a los flujos de efectivo corrientes (el dinero se gastó entonces, aunque se reconoce ahora), pero reduce el beneficio neto: en realidad, es el beneficio del año en que fueron compradas en que debería reducirse. Sin embargo, el resultado de explotación, que es lo que importa de cara al futuro, ha sido impresionante. La sociedad está lista para un crecimiento orgánico mínimo del 20% en 2003. A su precio actual, es una inversión excelente que debería duplicar beneficios en unos cuatro años.

En el lado positivo, Boskalis, Depfa, McCarthy and Stone y Sjaelsoe han obtenido beneficios récord, con aumentos por encima del 15% y extraordinarios flujos de efectivo.

Si desea ver una cuenta detallada de los resultados de nuestras sociedades en 2002, consulte nuestro sitio web, www.ltif.com/investments.

Valor liquidativo

Si desea ver una cuenta detallada del Valor Liquidativo del fondo al 31 de marzo de 2003, haga clic en el siguiente enlace:

www.ltif.com/NAV March 2003.pdf