

Long-Term Investment Fund

Newsletter enero 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/August2002.pdf

Comentarios a enero de 2003

Actualmente tenemos una rentabilidad intrínseca a medio año, ya que las sociedades necesitan tiempo para presentar sus informes de cierre de ejercicio. Deberíamos tener los resultados de valor intrínseco de 2002 a finales de febrero. Entonces podremos evaluar el crecimiento del valor intrínseco de nuestras inversiones en los últimos 6 meses de 2002.

No obstante, algunas sociedades han adelantado algunos resultados, y nuestra impresión es que prácticamente todas las sociedades han tenido un buen ejercicio, a pesar de las dificultades existentes.

- **ABM AMRO** fue víctima de fraude (Worldcom, Enron...) al inicio del ejercicio, pero ha realizado un impresionante ejercicio de reducción de gastos, y está llegando al cierre con un ejercicio "aceptable", con beneficios de explotación similares a los de 2001 y beneficios netos algo inferiores debido a los elevados gastos financieros. Cabe destacar, no obstante, que el rendimiento de los recursos propios de 2001 fue próximo al 30%, luego un rendimiento todavía menor sería muy rentable en 2002.
- **Banco Andalucía** terminará su típico aumento de beneficios del 10-15%, cerrando otro ejercicio récord.
- **Boskalis** (no incluida en el pasado, ya que la adquirimos a finales de año) ya ha anunciado un aumento previsto en los beneficios del 5-10% en 2002, mejorando así todos los ejercicios anteriores. Prevén un 2003 "difícil", pero esperan mantener la rentabilidad y los rendimientos en dividendos (actualmente más del 6%) en comparación con los del 2002. Si desea ver un comentario sobre la sociedad, consulte también nuestra página web, www.ltif.com/investments.
- **Clinton Cards** está teniendo un buen ejercicio, y espera otra vez buenos resultados.
- **Depfa Bank**, otra incorporación reciente, ya ha anunciado su rendimiento previsto de 20% de rentabilidad de los recursos propios de 2002. Si desea ver un comentario sobre la sociedad, consulte también nuestra página web, www.ltif.com/investments.
- **Deswell Industries** va bien, aumenta sus ventas y, por encima de todo, terminará su nueva planta, para cuya capacidad ya tiene suscritos contratos. Desdoblaron sus acciones en agosto y aumentaron el dividendo a lo largo del ejercicio.
- **Dinamia** no ha realizado ninguna inversión en el segundo semestre del ejercicio. Ahora mismo, el efectivo asciende al 75% de su capitalización bursátil. Las sociedades de su cartera lo están haciendo razonablemente bien.
- **Hunter Douglas** está atravesando un ejercicio duro: las ventas y los beneficios serán ligeramente inferiores (en un 2% y un 5%) a los del ejercicio pasado.

- **McCarthy & Stone** va muy bien, ha aumentado sus ventas, beneficios y dividendos, todos a niveles récord. De acuerdo con el Presidente, las perspectivas para 2003 (medidas en función de las peticiones y nuevas construcciones) son un 20% superiores a las del ejercicio pasado.
- **Petroleum Development** ha sido una decepción: los beneficios se han reducido, como consecuencia de los elevados costes de agotamiento, aunque en términos de flujos de caja probablemente termine el ejercicio al nivel de 2001.
- **Sjaelsoe** mantiene su fuerte rentabilidad, y ha alcanzado nuevos récords, y ya prevé resultados similares en 2003.
- **Teleplan** ha progresado mucho en sus planes de reestructuración en Europa, y terminará el ejercicio habiendo logrado sus predicciones (una vez más, beneficios récord). Prevé un nuevo aumento de los beneficios en 2003.
- Por último, **Uniland** lo ha hecho bien (los beneficios cerrarán el ejercicio con un aumento de en torno al 15%, nuevo récord). Tan bien, que los accionistas mayoritarios han decidido privatizar la sociedad, y tendremos que vender en unas semanas. En cualquier caso, la apreciación de capital ha superado el 60% en el ejercicio.

A continuación se presenta un análisis detallado de los resultados al 30 de junio de 2002, en espera de los datos para completar el análisis del ejercicio completo. Ya se anunció en la newsletter de agosto de 2002, y se incluye en ésta a modo de recordatorio.

Resultados de valor intrínseco, al 30 de junio de 2002

Visión general de los resultados

Durante este primer trimestre de 2002, marcado por una situación económica poco entusiasta, todas nuestras sociedades han obtenido resultados relativamente buenos: todas han sido rentables y varias de ellas han ganado bastante más dinero que el ejercicio pasado.

Rendimiento del coste 5,76% (6 meses)

El rendimiento global del coste ha sido del 5,76% en el primer semestre terminado el 30 de junio. Observe que se trata de un parámetro *a fecha intermedia*. Para hacerse una idea de la rentabilidad anual, hay que duplicarlo. Esto es sólo sobre el capital invertido. Al 30 de junio, el 8% del capital del fondo era en depósitos a corto plazo.

Valor intrínseco 69,13 €

El valor intrínseco de una acción es de 69,13€.

El beneficio por acción del fondo 4,34 € (6 meses)

Los beneficios por acción del fondo han sido de 4,34€.

Detalle de la rentabilidad intrínseca de las inversiones mantenidas al 30 de junio de 2002

Sociedad	Capitalización bursátil	Coste de compra	Beneficio por acción 1er semestre	Valor intrínseco	Rendimiento del coste (%)
ABN AMRO (€)	26.754	19,17	0,59	7,15	3,08
B. Andalucía (€)	1.010	41,35	2,39	27,37	5,79
Clinton Cards (£)	128	2,26	0,16	1.009	6,86
CAF (€)	117	32,85	1,51	36,97	4,61
Deswell Ind. (\$)	121	13,23	0,63	8,32	4,78
Dinamia (€)		11,56	1,00	20,50	8,65
OHL (€)	526	6,25	0,34	5,42	5,45
Hunter Douglas (€)	1.142	30,86	1,32	21,09	4,28
McCarthy & St. (£)	338	3,02	0,22	1,66	7,39
Pet. Development (\$)	81	6,08	0,34	6,25	5,53
Sjaelso (DKK)	610	291,63	2,46	176,59	0,84
Uniland (€)	280	57,82	5,93	55,21	10,26

Valor liquidativo o valor teórico de la participación, a precios de mercado, al 31 de diciembre de 2002

El mercado de valor del fondo ha bajado durante 2002 un 6,9%, incluidos todos los costes y gastos

Como se ha dicho anteriormente, el valor liquidativo sencillamente muestra el valor que unos pocos inversores estaban dispuestos a pagar (o recibir) por unas pocas acciones de nuestras sociedades al 31 de diciembre de 2002. Así pues, a corto plazo, no es un buen indicador de la rentabilidad.

Pero, como es lógico, a largo plazo, el mercado reconocerá el valor que tienen nuestras sociedades y, en algún momento, nuestros inversores querrán vender sus posiciones, por el motivo que sea. Es lógico, pues, mantener la vista en el valor de mercado de nuestras inversiones, aunque, este primer año, es especialmente menos importante: nuestras inversiones se realizan a largo plazo y, en este primer año, todas tienen casi un año de antigüedad.

Es una buena rentabilidad en términos relativos, aunque el fondo realmente busca la rentabilidad absoluta

Y, dicho esto, el valor de mercado de nuestro fondo ha obtenido unos resultados excelentes, en comparación con los índices. De hecho, ha superado en más de un 20% los resultados de cualquier índice importante. Esto, por sí solo, no sirve de mucho consuelo, porque no podemos pagar las facturas con "rentabilidad relativa": el objetivo de este fondo es obtener beneficios reales, con independencia de lo que hagan los fondos. Por este motivo, si los índices se disparan como lo hicieron a finales de los 90, de forma irracional, no nos sentiremos decepcionados: buscaremos nuestra apreciación del 15%.

Pero en su primer año, el fondo ha tenido que hacer frente a un entorno de mercado muy negativo, que probablemente ha pesado en su rentabilidad.

La rentabilidad negativa se debe esencialmente al fraude de una sociedad, comentado en la newsletter de agosto

Las nuevas incorporaciones deberían proporcionar una buena apreciación en 2003

La privatización de Uniland (que nos proporcionará una apreciación del 65%) probablemente no será un acontecimiento único

Lo que realmente ha pesado ha sido el fraude de Actrade, que ya comentamos en la *newsletter* de agosto: compramos una sociedad con lo que consideramos un historial estelar de 12 años, y resultó ser un fraude. Sin esa pérdida, el fondo habría terminado el ejercicio, en términos de mercado, con bastante regularidad, con una apreciación suficiente para cubrir todos los gastos.

Para el año que viene, tenemos algunas acciones que acabamos de comprar, que deberían ser muy rentables, como Boskalis y Depfa (consulte las descripciones en el punto "Inversiones"), pero es política del fondo no tratar de ser adivino con el mercado: el precio de esas acciones bien podría mantenerse en lo que consideramos muy bajo durante algún tiempo... pero si las sociedades obtienen los resultados que esperamos, el mercado hará que se revaloricen.

De algún modo, esto ha pasado con Uniland. La mayoría de los accionistas sencillamente han decidido privatizar la sociedad, a un precio que representa una plusvalía anual para el Fondo del 66%. En cierto modo, es una pena tener que vender una sociedad tan buena, pero al menos está relativamente bien pagada.

Por cierto, aunque nunca compraremos o mantendremos acciones especulando sobre lo que el mercado pueda hacer, tenemos una serie de acciones que son claras candidatas a ser privatizadas o vendidas por un precio mucho mayor: la mayoría de nuestras sociedades están terriblemente infravaloradas, y muchas tienen un accionista mayoritario que puede verse tentado a sacar partido de esa circunstancia. Banco de Andalucía, Dinamia, Clinton Cards y Sjaelsoe son claras candidatas. Pensamos que es una "opción" menor que viene de la mano de las acciones.

En cuanto al resto, no hay mucho que decir, en términos de resultados de mercado. Teleplan bajó mucho (3,5 €), pero se ha duplicado desde entonces. Es nuestra mayor "pérdida no realizada", pero la sociedad va muy bien, y no hay motivos para pensar que el precio de sus acciones no vaya a subir en su debido momento.

Sjaelsoe es probablemente la que muestre los resultados más sorprendentes: el negocio está en auge, todo va bien, y el precio ha bajado. Ahora cotiza a un p/b de 4, con contratos ya firmados que aseguran un importante nivel de beneficios en 2003. Compramos algunas acciones más, pero no queremos desarrollar una posición individual demasiado fuerte. Cuando vaya subiendo, su peso obviamente aumentará.

En la siguiente tabla se muestra la rentabilidad de todas las acciones que teníamos a diciembre de 2002. Los beneficios (o pérdidas) no realizados se refieren a todo el ejercicio, o el periodo comprendido desde que compramos las acciones.

Evolución de la rentabilidad de mercado de las acciones mantenidas al 31 de diciembre de 2002

Sociedad	Precio	Acciones	Valor	Compra	Beneficio (€)	Beneficio (%)	Dividendo	Beneficio total (%)
ABN.AX	15,58	19.108	297.703	19,17	-68.598	-18,73%	2,35%	-16,38%
AND.MC	52,70	3.363	177.230	41,35	38.163	27,44%	3,06%	30,51%
BOSK	19,27	20.000	385.400	18,72	10.950	2,92%	-	2,92%
CC.LON	1,67	119.500	305.334	1,42	45.562	17,54%	5,28%	22,82%
DPFA	51,20	6.000	307.200	42,50	49.851	19,37%	-	19,37%
DSWL	14,50	16.650	230.561	13,23	21.146	10,10%	6,83%	16,93%
DIN.MC	11,45	25.000	286.250	11,56	-2.750	-0,95%	4,97%	4,01%
HUDN	28,55	10.000	285.500	30,86	-23.060	-7,47%	1,83%	-5,64%
MCCS	3,13	80.500	384.952	3,02	13.610	3,67%	4,36%	8,03%
PETD	5,30	72.000	364.428	6,08	-53.770	-12,86%	-	-12,86%
Sjaelso	248,00	12.000	400.801	292,54	-71.986	-15,23%	-	-15,23%
TEL	6,41	50.000	320.500	10,22	-190.585	-37,29%	-	-37,29%
UND.MC	93,25	6.500	606.125	57,82	230.280	61,27%	4,13%	65,40%
TOTAL					-1.187	-0,03%	2,17%	2,15%

Nota: No coincide con el Valor Liquidativo, ya que hay pérdidas realizadas, más efectivo y los contratos de cobertura de las acciones no denominadas en euros.

Si desea ver al detalle el Valor Liquidativo del fondo al 31 de diciembre de 2002, preparado por los Administradores independientes, haga clic en el siguiente enlace:

www.ltif.com/NAV_31.12.02.pdf

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