

"Lo único que podemos aprender de la Historia es que las personas no aprendemos de la Historia."

Warren Buffett, 1987, Carta a los Accionistas, citando a Benjamin Disraeli

Newsletter

de septiembre de 2015

- *Visión general de nuestros fondos* 2
- *Crecimiento en China* 2
- *Hemos realizado una adquisición este trimestre:
Grifols SA* 8
- *Perspectivas de futuro* 11
- *Comentario sobre el fondo Stability* 11
- *Anexo* 13

Figura 1: LTIF Classic EUR
frente al MSCI Daily TR Net World Index EUR

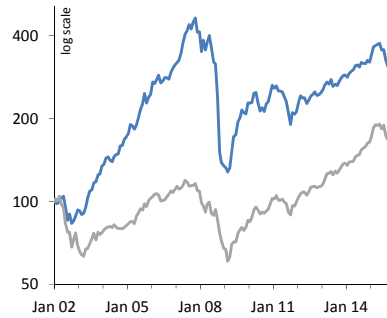


Figura 2: LTIF Stability A Cap EUR
frente al HFRX Global Hedge Fund Index EUR

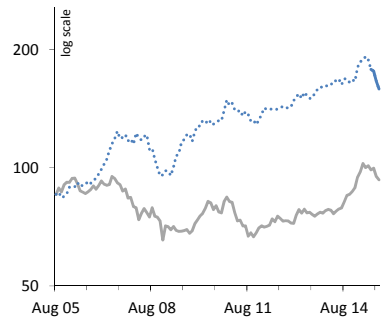
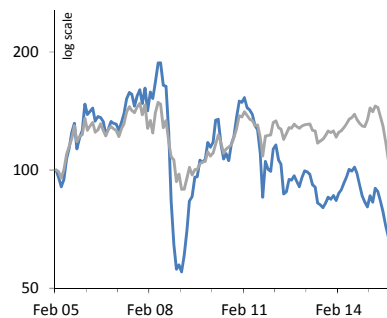


Figura 3: LTIF Natural Resources EUR
frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



Visión general de nuestros fondos

La Tabla 1 y las Figuras 1 a 5 reflejan la evolución de los precios de mercado de nuestros fondos durante el último trimestre. Como es habitual, sigue la evolución negativa de los mercados durante el periodo.

Tabla 1: Valor liquidativo – Activos netos gestionados con nuestros fondos

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) *combined Pool
LTIF Classic [EUR]	310.13	-12.7%	-3.4%	8.6%	162*
LTIF Stability A Cap [EUR]	158.75	-10.9%	-4.5%	6.3%	162*
LTIF Natural Resources [EUR]	67.27	-19.0%	-18.9%	-3.7%	7
LTIF Stability Growth [CHF] (Total return, dividends included)	186.40	-6.7%	-13.1%	2.7%	12
LTIF Stability Income Plus [CHF] (Total return, dividends included)	165.60	-6.7%	-13.1%	2.1%	12

Fuente: SIA Group

No cabe duda de que los mercados han activado el botón del pánico. Las cosas empezaron a torcerse cuando el Gobierno chino permitió que el yuan cayera un 3% en total (el euro se ha depreciado en el último año alrededor del 30%); el temor a que Estados Unidos subiera los tipos derivó en una fuga de capitales de los mercados emergentes y, posteriormente, el miedo a que no los subiera derivó en la convicción de que el crecimiento económico se había ido para no regresar. Como siempre, hay algo de cierto en todo esto (los mercados no son irracionales), pero la reacción de los precios de las acciones es claramente injustificada (a los mercados no se les da bien gestionar los puntos de inflexión).

Tal y como afirmamos en casi todas nuestras Newsletters, el conjunto de estos factores tiene muy poca repercusión en la rentabilidad de nuestra cartera de empresas. Pero creemos que debemos seguir insistiendo dado que el ruido que los inversores reciben a diario de los medios es casi abrumador. Por tanto, en esta ocasión analizaremos algunos de estos aspectos, veremos lo importantes (o no) que son y repasaremos algunas de las incorporaciones a nuestras carteras. Y, como siempre, terminaremos con una descripción general de lo que podemos esperar en los próximos meses.

Crecimiento en China

Tal y como mencionábamos al principio, el pistoletazo de salida de este ciclo de volatilidad corrió a cargo de la decisión del Gobierno chino de dejar que el yuan se depreciara más de lo permitido inicialmente, por lo que cayó un 3%. Los mercados lo interpretaron como un reconocimiento por su parte de la desaceleración de la economía. Dado que China ha sido

Figura 4: LTIF Stability Growth TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

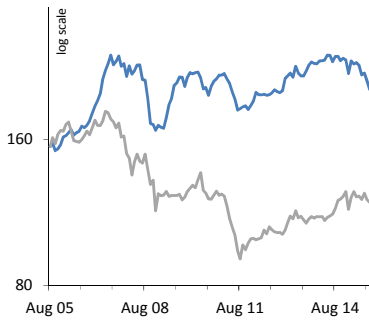
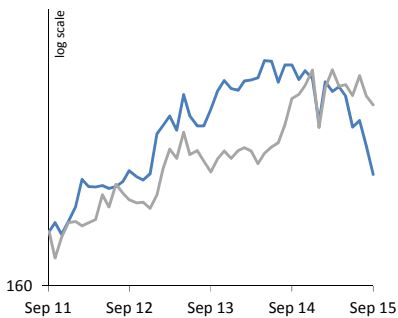


Figura 5: LTIF Stability Income Plus TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF



el país que más ha contribuido al crecimiento de la economía mundial en los últimos años, la reacción de los mercados fue negativa, como es comprensible.

A pesar de la importancia de la economía del gigante asiático para el resto del mundo, hemos de intentar mirar las cosas con cierta perspectiva. Para ello, trataremos de analizar la situación real de la economía china, su verdadero efecto en el resto del mundo y el impacto de todo lo anterior en nuestras inversiones en renta variable.

1. Existe un consenso generalizado en no dar crédito a las estadísticas chinas (especialmente cuando son positivas). Por supuesto, es más que probable que el Gobierno chino —cuya única legitimidad pasa por su capacidad de ofrecer una prosperidad económica constante— trate de maquillar los datos del PIB. No obstante, hay muchas estadísticas que son "objetivas" y que muestran que la economía realmente está creciendo:

China 2015: Consumer Metrics Provide A Superior "Read" on China's Economic Mood

Monthly Reporting Metrics	Units	Jan 2015	Feb 2015	Mar 2015	Apr 2015	May 2015	Jun 2015	Jul 2015	YoY Last 3M	YoY Last 12M	Trend YOY
Movie Box Office	US\$m	392.3	625.2	455.9	661.7	463.4	546.5	868.4	39.7%	45.1%	●
YoY Growth	%	22%	25%	85%	129%	36%	32%	47%			
Airline Passengers	'000	21,794	23,677	25,006	24,588	23,954	22,961	26,581	10.2%	9.6%	●
YoY Growth	%	0%	10%	20%	14%	12%	10%	9%			
4G Mobile Subscriptions	mn	16.7	16.6	19.7	10.1	17.2	19.3	19.2	255.9%	na	●
YoY Growth	%	na	1138%	1256%	402%	419%	231%	195%			
Car Sales	'000	2,038	1,397	1,870	1,669	1,609	1,511	1,269	-2.7%	5.6%	●
YoY Growth	%	10%	6%	9%	4%	1%	-3%	-7%			
Cities with Residential Sales Price MoM Decline % out of 70	Cities	64	66	50	48	43	34	29	50.5%	80.1%	●
YoY Growth	%	91%	94%	71%	69%	61%	49%	41%			

Quarterly Reporting Metrics	Units	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	YoY Last Q	YoY Last 4Q	Trend YOY
Alibaba GMV	RMBbn	528.7	430.1	501.0	500.9	787.0	600.0	673.0	34.3%	39.7%	●
Travel Tours	'000	296.5	281.0	549.2	792.9	558.7	859.0	1,011.3	84.1%	89.1%	●
Hotel Utilization	%	86.4%	83.0%	88.6%	89.2%	82.6%	80.3%	84.5%	-4.1pp	-3.2pp	●
Car Rental Utilization	%	59.7%	62.8%	63.4%	65.2%	63.8%	65.4%	65.6%	2.2pp	3.3pp	●
GDP Growth	%	7.6%	7.4%	7.5%	7.3%	7.3%	7.0%	7.0%	-0.5pp	-0.4pp	●

Notes: The "YoY Last 3M" and "YoY Last 12M" columns for Cities with Residential Sales Price Decline represent the 3M average and 12M average number of cities respectively (out of 70) with decline in residential sales prices. The "YoY Last 4Q" column for GDP Growth represents cumulative GDP YoY growth change.

Source: Bloomberg, Company filings, Boxoffice mojo.com, Bernstein analysis

Fuente: Bernstein

Los datos más recientes sobre tráfico aéreo muestran un incremento del 10% respecto de la cifra del año pasado. Esto no es compatible con un desplome económico.

En cualquier caso, es importante ser conscientes de lo que estamos hablando: el debate se centra en unos pocos puntos porcentuales de crecimiento en la economía china. Vamos a intentar entender lo que esto supone realmente.

Para calcular el Producto Interior Bruto de un país (la cifra que a tantos emociona cada trimestre, o incluso cada mes), la oficina de estadística del país debe hacer lo siguiente: calcular —a precios de mercado— todos los bienes que produce el país (electricidad, coches,

frutas y verduras, artesanía, recuerdos turísticos, etc.) y todos los servicios que se prestan (banca, salud, peluquería y masajes, etc.). El total es el Producto Interior Nominal a precios "corrientes", esto es, sin tener en cuenta la inflación dado que, en teoría, refleja lo que se ha cobrado realmente por los productos o servicios (por arte de magia, asumimos que no existe economía sumergida o, más bien, realizamos un "ajuste" para reflejarla). Pero, qué duda cabe, la inflación es importante: si el Producto Interior refleja la misma cantidad de productos y servicios que el año anterior, vendidos a precios superiores a causa de la inflación, realmente no podemos hablar de "crecimiento". Así, la oficina de estadística debe calcular lo que se denomina el "deflactor del PIB", es decir, la cantidad de inflación que ha de deducirse del crecimiento del Producto Interior Nominal, dado que no se trata de crecimiento "real". Este dato es aún más difícil de calcular que el propio Producto Interior, ya que implica entender no sólo el volumen de ventas de este trimestre, sino también compararlo con el del trimestre anterior, ajustándolo en términos cualitativos: un ordenador puede costar lo mismo que el trimestre pasado, pero ser de mejor calidad, por lo que en realidad la producción sube aunque los precios no lo hagan (o al contrario). No podemos limitarnos a preguntar a un peluquero cuánto ha facturado este año, sino cuántos "cortes equivalentes" ha realizado. En cualquier caso, se estima un deflactor de uno o dos puntos decimales y se resta al cálculo del anterior Producto Interior Nominal y así se obtiene la cifra del PIB "real" que vemos en los medios.

A cualquiera dispuesto a actuar basándose en este tipo de cálculos lo único que podemos desearle es buena suerte. Especialmente si las cifras de las que hablamos no son las de, pongamos, Luxemburgo, sino las de China, con una población (estimada) de alrededor de 1.300 millones de habitantes —100 millones arriba o abajo— y unos métodos estadísticos orientados (como en cualquier país con pasado comunista) hacia la industria pesada y que dan la espalda a gran parte de los servicios modernos. Discutir si la economía crece al 7% o al 5% —es decir, asumiendo que podemos medir exactamente la economía del año pasado y, a continuación, la de este año para luego aplicar el deflactor exacto y compararlas— no es un ejercicio demasiado útil.

Dicho esto, parece claro que China no está creciendo a su ritmo anterior (de dos dígitos). Es pura lógica: a medida que el país se desarrolla, gran parte de la labor de actualización se va llevando a cabo. Los cientos de millones de chinos que se han trasladado del campo a las ciudades ya han comprado casas y no necesitarán otra vivienda en unas cuantas décadas (aunque no demasiadas, en vista de la calidad de muchos apartamentos). Los miles de kilómetros de red ferroviaria de alta velocidad ya se han construido. Pero pocos ciudadanos chinos disfrutan del nivel de educación pública o de sanidad que en Occidente damos por sentado, por lo que la economía pasa lentamente del desarrollo de infraestructura pesada

al crecimiento del sector terciario. Se trata de un proceso normal por el que pasan todos los países (que triunfan).

2. Ahora nos centraremos en el efecto que China tiene en la economía mundial. Según la mayoría de los cálculos, el PIB chino está ligeramente por debajo de 15% del PIB mundial. Las importaciones totales chinas suponen un poco menos del 3% del resto de la economía mundial. Asumamos por un momento que la economía china cae un 5% y que el efecto en las importaciones asciende al doble de esta cifra. Esto implica que el resto del mundo debería acusar un efecto negativo del 0,3% en la demanda, que podría o no ser absorbido por el consumo en otras zonas. Este sería el efecto de una caída en la economía china, que es muy superior a las previsiones actuales: de hecho, nadie prevé hoy que la economía china se vaya a contraer próximamente, sólo que crece a un ritmo más lento.

Porque, de nuevo, es importante mirar las cosas con perspectiva: Estados Unidos exporta alrededor del 15% de su economía. De este 15%, algo menos del 14% tiene como destino China. Por tanto, el total de exportaciones de EE.UU. a China asciende a alrededor del 2% del PIB estadounidense. Si éstas cayeran un 10% (una hipótesis bastante extrema, como podemos ver), estaríamos ante un lastre del 0,2% del PIB (y recordemos todas las imprecisiones que comentamos anteriormente a la hora de calcular estas variables). Alemania exporta más a Países Bajos que a China. El Reino Unido exporta más a Irlanda que a China. Y, en cualquier caso, parece haber consenso en que la economía china está creciendo. El debate se centra en cuánto crece.

Por supuesto, la ralentización del gigante asiático no afecta a todos por igual. Determinadas empresas o sectores pueden verse seriamente perjudicados. Por ejemplo, la industria del lujo ha obtenido la mayoría de sus beneficios y debe gran parte de su crecimiento a China en la última década. Por tanto, empresas como Richmond (Cartier, etc.), LVMH (Louis Vuitton, entre otras), VW (Audi), Daimler (Mercedes), etc., ganarán menos en los próximos años frente a lo obtenido en el pasado reciente (o, en el mejor de los casos, crecerán a un ritmo muy inferior). Una de nuestras firmas en cartera, Tata Motors, se ve afectada en este sentido, debido a sus marcas Land Rover y Jaguar. Pero la inmensa mayoría de empresas no percibirá ningún efecto concreto.

Al final, hemos de reconocer que las acciones son lo que los expertos denominan "activos de larga duración": el valor implícito en las acciones de una empresa no se ve afectado por las fluctuaciones a corto plazo, sino por el crecimiento a largo plazo de sus beneficios. Si creemos que la economía mundial nunca volverá a crecer, entonces las acciones están en cierto modo sobrevaloradas (en realidad, no tanto, tal y como veremos a continuación). Pero si creemos que el mundo seguirá girando y que las personas tratarán de mejorar su

nivel de vida para sí mismas y sus familias, no se nos ocurren motivos de peso para vender un buen puñado de acciones por un 20% menos de lo que se vendían hace seis meses.

El último factor que parece estar generando volatilidad es la incertidumbre en torno al nivel de los tipos de interés en Estados Unidos. De nuevo, los mercados probablemente están exagerando la realidad subyacente. Está claro que si los tipos de interés reales suben, las acciones —que compiten como una inversión— han de estar más baratas. Pero aquí estamos hablando de incrementos del 0,25% durante muchos trimestres. De nuevo, no parece haber una razón clara para que las acciones caigan.

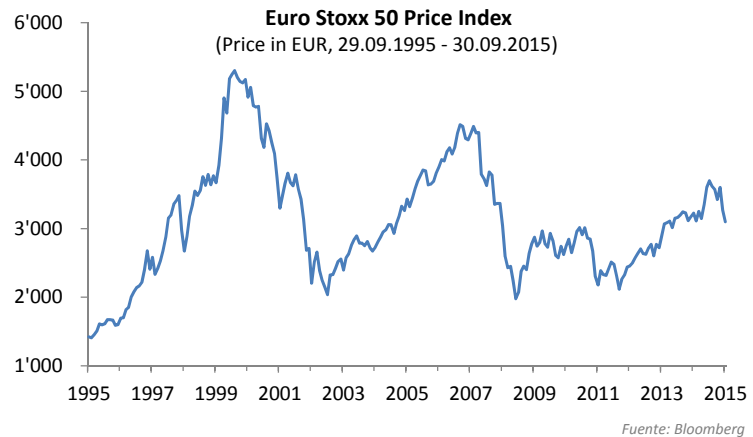
Existe un concepto muy importante que muchos de nuestros inversores conocen y que merece la pena explicar las veces que haga falta: se trata de la Prima de riesgo de la renta variable, o ERP por sus siglas en inglés. Esta variable muestra sencillamente el excedente de rentabilidad que los inversores exigen a las acciones frente a bonos igual de seguros, por el sencillo motivo de que los bonos tienen prioridad en cuanto al pago. Un inversor no sería muy avisado si está dispuesto a comprar acciones esperando percibir los mismos beneficios que podría obtener comprando bonos (esto es lo que todo el mercado hacía en el año 2000 y todos sabemos cómo acabó). Por tanto, si asumimos que siempre podemos comprar bonos con muy poco riesgo (deuda pública de países sólidos que pueden emitir tanta divisa como necesiten para reembolsarlos), debemos comparar otras inversiones potenciales con estos bonos. El excedente de rentabilidad previsto es la ERP. Decimos previsto porque, a diferencia de los bonos, nadie formaliza un contrato con el importe en dividendos que repartirán las empresas, ni ahora ni mucho menos en diez años. Y esa incertidumbre ha de recompensarse.

¿Pero cuánto? Esto, obviamente, depende de la predisposición de los inversores. Actualmente, un bono de Unilever tiene una remuneración de alrededor del 1% anual. El dividendo de su acción se sitúa en torno al 3%. Pero el dividendo ha crecido durante años a más del 5%, lo que nos daría una rentabilidad total del 8% a unos 15 años. Si el crecimiento fuera nulo, el dividendo seguiría siendo tres veces superior.

Trataremos con mayor profundidad la ERP en nuestra siguiente Newsletter, pero podemos afirmar que, desde una perspectiva histórica, hoy en día esta variable se encuentra en niveles muy elevados.

Y el motivo no es difícil de averiguar: muchos inversores sienten verdadera aversión por la renta variable, especialmente en Europa, porque nadie que haya vivido los últimos años puede entender esto:

Figura 6: Índice de precios del Euro Stoxx 50 en los últimos 20 años



Pero este rendimiento tan negativo resulta mucho menos malo si tenemos en cuenta los dividendos, y será mucho menos malo en el futuro porque no partimos de la prima de riesgo de la renta variable más baja de la historia, sino de la más alta.

Por tanto, los inversores en renta variable han de entender que la volatilidad que hemos vivido este verano no es un “inconveniente” de invertir en acciones, sino la razón por la que invertir en renta variable resulta rentable. Si no hubiera volatilidad, las acciones subirían muchísimo y su rentabilidad futura sería muy baja (tal y como sucedió en primer lugar hasta el año 2000 y luego a partir de ese momento). Como dicen en la jerga de la programación, la “volatilidad no es un virus, sino una característica”.

Pero, en este contexto, la volatilidad conlleva mucho movimiento en los precios de las acciones, no tanto en los beneficios o los dividendos. Por supuesto, en la vida real, los beneficios también son volátiles en la mayoría de las empresas. Pero en la medida en que la calidad fundamental del negocio no se vea afectada (su potencial de ingresos futuros), ni siquiera la volatilidad de los beneficios es tan relevante: preferiríamos alternar años con una rentabilidad del 10% y años con un 2% a conseguir un 3% todos los años...

En nuestras carteras, las actuales “amenazas al crecimiento” han afectado a la mayoría de las empresas expuestas a los mercados emergentes y los recursos naturales. Incluso si damos por válidas una desaceleración en el crecimiento de los mercados emergentes y un exceso de oferta en algunos recursos naturales, creemos que el mercado ha vuelto a hacer lo que mejor se le da: exagerar (extrapolar) reveses transitorios. En este sentido, no creemos de ningún modo que nuestra cartera valga menos que hace seis meses.

Puesto que los precios de las acciones están bajos y los beneficios son constantes, las cotizaciones se recuperarán con el tiempo.

Por supuesto, sería fraudulento tener un negocio con cuarenta “divisiones” y que todas ellas superaran las previsiones trimestre a trimestre. Hemos experimentado algunas decepciones (antes mencionábamos, por ejemplo, las dificultades de Tata en China) pero, en general, los beneficios y los dividendos han crecido a buen ritmo este año.

Mención especial merece la única liquidación que hemos realizado: la de Renault. Manteníamos una posición normal en la empresa (de alrededor del 3% de la cartera) y vimos cómo caía en el episodio de “pánico estival”. Pero esto no nos preocupó en exceso. Sin embargo, estalló el polémico escándalo de las emisiones de Volkswagen. Uno de los puntos fuertes de Renault es su tecnología líder mundial en pequeños motores diésel. Pero no está claro que todos se hayan sometido a las pruebas pertinentes. Y, en cualquier caso, se trata de una destacada línea de negocio que lleva muy tocada (si no hundida) desde hace mucho. Ante tanta incertidumbre, decidimos vender, plenamente conscientes de que quizás lo hiciéramos a un precio bajo. Pero pensábamos que mantener el título era muy especulativo: verdaderamente no tenemos ni idea de cómo va a terminar el asunto.

Esta saga es un buen ejemplo de por qué hay que diversificar en los negocios: porque “las cosas pasan”. Dudamos que muchos inversores pudieran haber previsto lo sucedido con VW. Como algunos de nuestros clientes saben, realizamos una inversión considerable en la firma y la liquidamos a principios de primavera porque pensamos que las cotizaciones habían llegado a su máximo. Fue pura suerte en vista de lo sucedido después. Podríamos haber vendido Renault y mantenido VW. De nuevo, sólo los negocios fraudulentos crecen sin problemas trimestre a trimestre.

Hemos realizado una adquisición este trimestre: Grifols SA

Grifols es una multinacional biofarmacéutica con integración vertical que produce derivados de plasma para tratamientos. El plasma es la parte líquida de la sangre humana y contiene proteínas y anticuerpos que el sistema inmunitario utiliza para luchar contra las enfermedades. Se utiliza para tratar una amplia gama de enfermedades como la inmunodeficiencia, la hemofilia, el nitrógeno ureico en sangre y las enfermedades pulmonares graves. Algunas afecciones sólo pueden tratarse con productos derivados del plasma, como la albúmina o la inmunoglobulina.

La producción de productos derivados del plasma comienza por la recogida de plasma en centros normalmente propiedad de uno de los

principales productores de derivados de plasma. La mayor parte del plasma se recoge en Estados Unidos porque se considera un país seguro pero, sobre todo, porque la ley de este país permite compensar a los donantes por las molestias. La titularidad de los centros de recogida (y el proceso de autorización que ello conlleva) es una de las principales barreras de entrada del sector. El plasma recogido se agrupa y se somete a un proceso de fraccionamiento y purificación en plantas especiales para producir derivados de plasma.

Cada unidad de plasma contiene una cantidad constante de inmunoglobina, factores de coagulación, albúmina y otras proteínas que se convierten en productos finales y cada uno de estos productos puede venderse en el mercado a distintos precios.

Normalmente, la economía de la empresa responde al siguiente patrón: la inmunoglobina cubre el coste de todo el proceso de fraccionamiento y el resto de productos se comercializa con unos márgenes de beneficio elevados. Las tendencias de demanda dependen de los productos. El principal producto es la inmunoglobina (un 40-50% de las ventas globales), con un sólido crecimiento de alrededor del 5% que se espera que continúe en el futuro en vista de su creciente uso, especialmente atendiendo a los reducidos niveles registrados en los mercados emergentes. El siguiente producto en importancia es la albúmina (un 10-15% de las ventas), que también crece en torno a un 5%, gracias al infradiagnóstico en algunos tratamientos eficaces y nuevas aplicaciones.

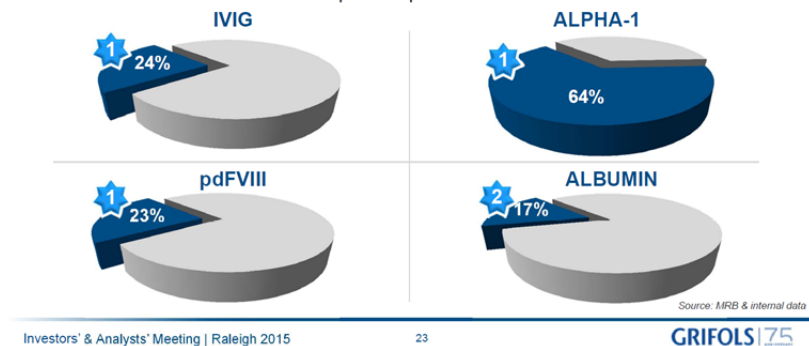
A ésta le siguen los factores de coagulación, como el Factor VIII derivado del plasma (pdFVIII, utilizado principalmente para la hemofilia), que ha experimentado un aumento de la competencia por parte de los factores recombinantes, lo que ha derivado en un escaso crecimiento de un único dígito. Los factores recombinantes se crean mediante la combinación de material de ADN de especies no humanas y generalmente se consideran más seguros, dado que no conllevan el riesgo de virus presente en el pdFVIII (esto tuvo una considerable repercusión en el pasado con la infección por VIH en pacientes hemofílicos). Sin embargo, no todos los pacientes pueden ser tratados con factores recombinantes y el precio del pdFVIII sigue siendo inferior, lo que apunta a que podría existir un mercado residual para el pdFVIII, especialmente en mercados emergentes. Otros productos como el Alfa-1 están registrando un crecimiento elevado de un solo dígito.

La industria del plasma se va consolidando cada vez más y los seis principales actores del sector representan el 67% de la capacidad de plasma mundial. Grifols es el más importante en cuanto a capacidad, seguido por CSL, Baxalta y Octapharma. Todos los grandes actores cuentan con amplios planes de expansión para responder a las previsiones de aumento de la demanda: Grifols estima una tasa de crecimiento anual compuesto del 7% de aquí a 2020; Baxalta, un 8-10%; y CSL, un 3-5% (aceleración posterior a 2020). Cabe destacar que pueden ser necesarios, al menos, 7 años para preparar y obtener autorización legal para un plan de fraccionamiento y la capacidad para esta actividad

no se traduce inmediatamente en capacidad de producto final. Llevar a cabo una gestión disciplinada de la capacidad se considera fundamental para la rentabilidad del sector y evitar las situaciones de desabastecimiento (paradas por lotes contaminados, cartas de advertencia de los reguladores) y sobreabastecimiento (básicamente, acumulación de exceso de capacidad ante perturbaciones en la demanda por alertas de seguridad) que el sector ha vivido anteriormente. El mercado —bastante consolidado— es clave a este respecto, aunque la disciplina no está garantizada.

Grifols a worldwide leader

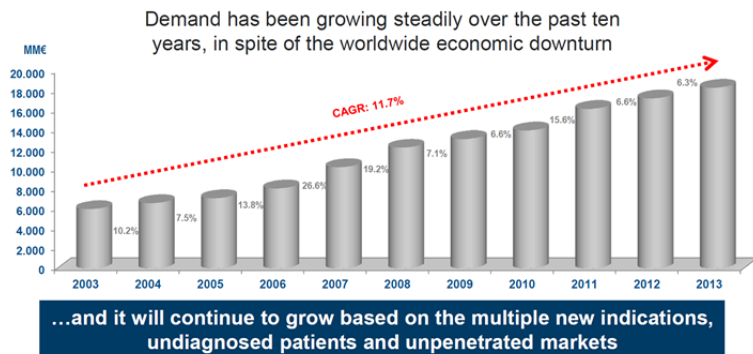
Grifols leads the global worldwide market in three out of the four biggest plasma proteins



Fuente: Grifols

En general, tenemos un mercado que crece de manera constante como mínimo en torno al 5% y una industria bastante consolidada que planifica minuciosamente las ampliaciones de capacidad. En este sector, Grifols es el número uno en cuanto a capacidad de fraccionamiento (con ampliaciones planificadas para seguir a la cabeza) y la primera empresa mundial en tres de las cuatro principales proteínas de plasma: inmunoglobulina intravenosa (la mayor parte del mercado de la inmunoglobulina), con una cuota del 24%; pdFVIII, con una cuota del 23% y Alfa-1, con una cuota del 64%. También es la segunda empresa mundial en albúmina, con una cuota de mercado del 17%.

Plasma derivatives market: steady growth



Source: MRB 2013

Investors' & Analysts' Meeting | Raleigh 2015

19

GRIFOLS 175

Fuente: Grifols

Grifols prevé un crecimiento de los volúmenes del 6-7% durante los próximos años en su negocio de plasma (su división principal, con un 75% de las ventas), con unos precios estables para la media de todas las proteínas. El resto de las ventas proceden principalmente de su negocio de Diagnóstico que adquirió a Novartis en 2014 (el 18% de las ventas) y para el que se prevé un crecimiento del 3-4%. Estados Unidos es su mercado principal, con un 61% de las ventas, seguido de la Unión Europea, con un 20%. Los márgenes de explotación rondan el 25%, aunque históricamente han llegado a situarse en niveles tan reducidos como el 15% y la empresa ve recorrido para cierta expansión de los márgenes una vez finalizado el actual ciclo de inversión. Grifols presenta un ROE elevado (un 19% de media durante la última década), que le ha permitido realizar destacadas adquisiciones para incrementar su tamaño. Actualmente está apalancada, aunque el balance no parece sufrir tensiones en vista de la estabilidad del negocio.

Y hablando de estabilidad, Victor Grifols Roura, el nieto del fundador, es el actual Presidente y, desde hace 25 años, Consejero delegado. Asimismo, la familia Grifols mantiene aproximadamente el 35% de las acciones ordinarias y 3 de los 12 asientos del Consejo.

Ante las perspectivas de crecimiento y la consolidación del sector, prevemos rentabilidades muy estables de más del 12% a los precios actuales. Además, preferimos mantener acciones B (sin derecho a voto) frente a las ordinarias, dado que el descuento actual del 25% nos parece injustificado.

Perspectivas de futuro

Tal y como hemos comentado, está claro que el mundo se ha enfrentado a una fase de crecimiento ligeramente inferior a lo previsto (algo que, por cierto, suele pasar muy a menudo, porque tendemos a ser demasiado optimistas). Pero, en su conjunto, el potencial intrínseco en términos de beneficios que presentan las empresas de nuestra cartera no se ve comprometido de cara al futuro. Así, las rentabilidades a largo plazo de más del 10% que prevemos nos parecen factibles y la caída actual en el valor de mercado de nuestras acciones podría suponer una mejor oportunidad de entrada. Obviamente, no tenemos ni idea de si los mercados subirán o bajarán partiendo de este punto (recordemos que la imprevisibilidad a corto plazo es un rasgo de esta clase de inversión), pero percibimos un valor muy considerable para los inversores a largo plazo.

Comentario sobre el fondo Stability

Como nuestros inversores saben, contamos con un fondo que distribuye dividendos anuales en efectivo: el fondo LTIF Stability Income Plus. En el pasado, hemos abonado 8,00, 8,50 y 9,00 francos por participación.

Nuestra idea es incrementar este importe cada año, en base al aumento de los beneficios que nuestras inversiones arrojen. Pero el franco suizo se ha apreciado de manera considerable desde enero, por lo que no resulta prudente incrementar los repartos en esta divisa, dado que nuestros ingresos están denominados principalmente en euros y dólares. Por tanto, esperamos declarar un dividendo por participación de 6,00 CHF (que supone un 3,6% del precio por acción a 30 de septiembre de 2015).

Cifras de las clases en USD

Tabla 2: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en USD

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [USD]	346.18	-12.6%	-10.9%	10.3%	181*
LTIF Stability A Cap [USD]	164.32	-10.7%	-11.6%	5.3%	181*
LTIF Natural Resources [USD]	75.09	-18.8%	-25.2%	-5.2%	8

Figura 7: LTIF Classic USD frente al MSCI Daily TR Net World Index USD

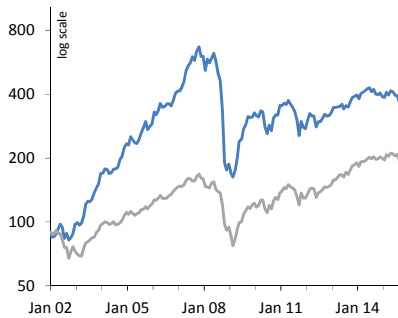


Figura 8: LTIF Stability A Cap USD frente al HFRX Global Hedge Fund Index USD

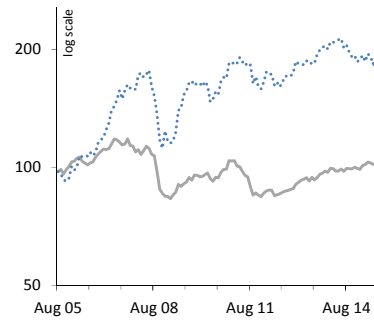
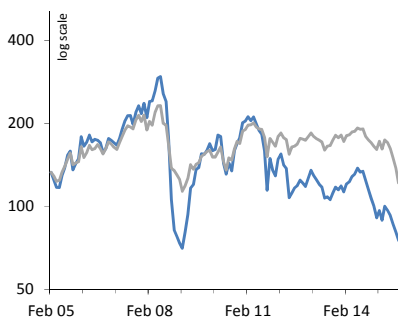


Figura 9: LTIF Natural Resources USD frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 3: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en CHF

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [CHF]	338.26	-8.6%	-12.4%	6.2%	177*
LTIF Natural Resources [CHF]	73.37	-15.1%	-26.4%	-6.8%	8
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	186.40	-6.7%	-13.1%	2.7%	12
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	165.60	-6.7%	-13.1%	2.1%	12

Figura 10: LTIF Classic CHF frente al MSCI Daily TR Net World Index CHF

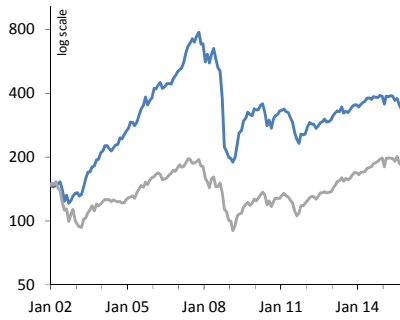


Figura 11: LTIF Stability Growth TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF

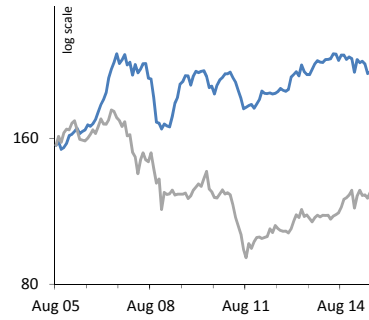


Figura 12: LTIF Natural Resources CHF frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index CHF

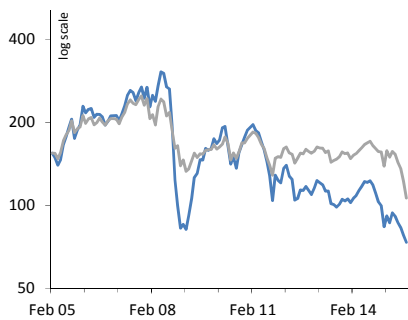
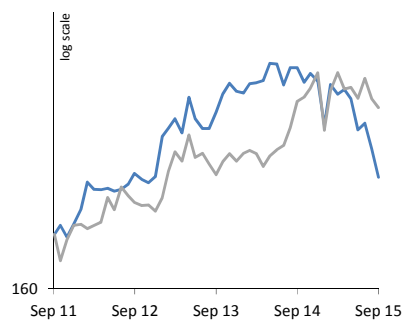


Figura 13: LTIF Stability Income Plus TR CHF frente al HFRX Global Hedge Fund Index CHF



Cifras de las clases en GBP

Tabla 4: Valor liquidativo – Activos netos gestionados en GBP

September 30, 2015	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return since Inception	AUM (in mio) <i>*combined Pool</i>
LTIF Classic [GBP]	228.54	-9.2%	-8.3%	9.9%	119*
LTIF Natural Resources [GBP]	49.58	-15.7%	-22.9%	-3.1%	5

Figura 14: LTIF Classic GBP frente al MSCI Daily TR Net World Index GBP

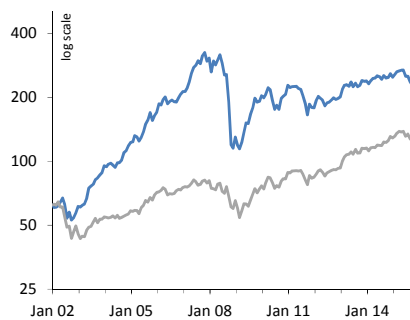
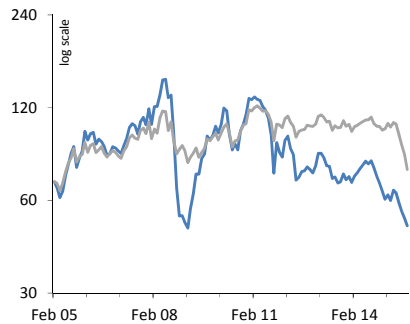


Figura 15: LTIF Natural Resources GBP frente al S&P Global Nat. Res. Net TR Index GBP



Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni el Agente de administración central ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado y los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles en la web www.s-i-a.ch o a través del Agente de administración central FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburgo. LTIF Classic, Stability A Cap y Natural Resources (anteriormente Global Energy Value) fueron autorizados para su distribución en y desde Suiza por la Autoridad supervisora de los mercados financieros suiza (FINMA) de conformidad con el artículo 19, apartado 1 de la Ley de instituciones de inversión colectiva (*Collective Investment Schemes Act*), el agente de pagos es Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza. El representante legal en Suiza es FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, Suiza; se cursó notificación a la Finanzmarktaufsicht austriaca de conformidad con el artículo 36 de la Ley de fondos de inversión; fue autorizado en Francia por la Autoridad de mercados financieros francesa (AMF) de conformidad con el artículo 411-58 del Reglamento general de la AMF; fue autorizado por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) alemana en virtud del artículo 132 de la Ley de inversiones; fue autorizado en Italia por el Banco de Italia y la CONSOB de conformidad con el artículo 42 del Decreto legislativo italiano n.º 58, de 24 de febrero de 1998; fue inscrito en el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en virtud del artículo 15 de la Ley de Instituciones Colectivas; fue reconocido en el Reino Unido por la Autoridad de servicios financieros (FSA) como institución oficial en el sentido de lo dispuesto en el artículo 264 de la Ley británica de mercados y servicios financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2000.

LTIF – Classic EUR

Código ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2.432.569
Bloomberg: LTIFFCLA LX

LTIF – Classic USD

Código ISIN: LU0301247077
Telekurs: 3.101.820
Bloomberg: LTIFFCLU LX

LTIF – Classic CHF

Código ISIN: LU0301246772
Telekurs: 3.101.817
Bloomberg: LTIFFCLC LX

LTIF – Classic GBP

Código ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18.032.305
Bloomberg: LTIFFCLS LX

LTIF – Natural Resources EUR

Código ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2.432.575
Bloomberg: LTIFFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

Código ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3.101.839
Bloomberg: LTIFFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

Código ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3.101.836
Bloomberg: LTIFFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

Código ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10.638.983
Bloomberg: LTIFFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

Código ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25.840.496
Bloomberg: LTIISTAE LX

LTIF – Stability A Cap USD

Código ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25.906.913
Bloomberg: LTIISTAU LX

Agente de administración central:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Domicilio social:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Aviso legal - Suiza

Los resultados hasta el 30/09/06 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles a través de SIA Group. Las rentabilidades pasadas no son ni una garantía ni un indicador fiable de los resultados futuros. Los datos de rentabilidad no incluyen las comisiones y gastos aplicados por la suscripción o reembolso de participaciones. Esta información le ha sido facilitada previa petición, exclusivamente con fines informativos y queda prohibida su reproducción o redistribución a otras personas. No pretende ser una oferta o solicitud en relación con la compra o venta de participaciones de la Sicav. Ni la Sociedad de gestión de fondos ni la Gestora de inversiones asumen responsabilidad alguna en caso de que la información esté incompleta o se haya revelado erróneamente. Téngase en cuenta que los fondos de inversión entrañan riesgos inherentes a esta actividad, incluida la posibilidad de perder el importe principal invertido. Para obtener una descripción pormenorizada de los riesgos relativos a cada participación del fondo de inversión, remítase a la versión más actualizada del folleto, el folleto simplificado, los informes anuales y semestrales, esto es, la documentación en la que deberá basarse exclusivamente a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos documentos están disponibles a través de la Sociedad de gestión del fondo FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Ginebra 73, o la Gestora de inversiones, SIA Funds AG, Parkweg 1, CH-8866 Ziegelbrücke (www.s-i-a.ch).

LTIF – Stability Growth

Código ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2.638.920
Bloomberg: LTIFSTA SW

LTIF – Stability Income Plus

Código ISIN: CH0135996012
Telekurs: 13.599.601
Bloomberg: LTIFSIP SW

Administrador:

FundPartner Solutions (Suisse) SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza

Gestora de inversiones:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Suiza

Depositario:

Banque Pictet & Cie SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza