

Long-Term Investment Fund

Newsletter julio 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 *newsletters* anteriores y resultados detallados del fondo desde su creación.

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

Resultados de nuestra cartera

Excelentes beneficios de la práctica totalidad de las sociedades

Aumento de más del 17% del valor liquidativo en los seis primeros meses del año

El primer trimestre del año, del que ahora tenemos toda la información, ha representado un excelente avance de la rentabilidad de la cartera.

Sólo con alguna excepción, que comentaremos más adelante, todas nuestras sociedades han obtenido muy buenos resultados en este trimestre, alcanzando la mayoría beneficios récord. Aunque no creemos que los resultados trimestrales sean muy significativos, dado que la varianza normal en el mundo real (esto es, sin ayuda de la contabilidad creativa) tiende a ser elevada, lo cierto es que la mayoría de nuestras sociedad gozan de una posición competitiva sólida y estable. En la próxima *newsletter* presentaremos la rentabilidad semestral del coste y el valor intrínseco del fondo (la mayoría de las sociedades no han presentado sus resultados semestrales todavía), pero seguirán siendo excelentes.

Quizá como reflejo de esta rentabilidad, el valor liquidativo del fondo (el valor que el mercado concede en un momento dado a la cartera), ha subido más de un 17% en los primeros seis meses, neto de todos los costes.

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)

Esta valoración se ha visto favorecida por una amplia práctica de cobertura de divisas: todas las inversiones no denominadas en euros cuentan con cobertura. Esto se traduce en que no hemos perdido nada con la caída del valor del dólar de este año.

Sin embargo, los inversores de LTIF saben que el valor liquidativo no es un buen parámetro para medir el éxito de una inversión. En la actualidad, los mercados son muy caros y pueden caer, llevándose todas las revalorizaciones con ellos. Pero, mientras nuestras sociedades sigan siendo lo rentables que son, los inversores pueden estar seguros de que el valor liquidativo a medio plazo subirá, dada la clara infravaloración de nuestra cartera.

(Por otra parte, los mercados podrían seguir subiendo: cuando el Nasdaq alcanzó por primera vez los 1.500 a finales de los 90, todo inversor serio estaba convencido de que estaba ampliamente sobrevalorado. Bien, lo *estaba*, pero eso no impidió que siguiera subiendo hasta los 5.000, antes de caer por debajo de los 1.000. En LTIF, *sabemos* que el mercado es caro, pero lo que no sabemos es cómo se va a comportar a corto plazo).

Noticias de la cartera

Hemos vendido dos sociedades, por motivos opuestos, y comprado otras dos.

- Hemos vendido Banco Andalucía porque hemos pensado que ha alcanzado su pleno valor. Con un p/b muy por encima de 10 y escasas perspectivas de crecimiento, no veíamos cómo podía llegar, a este precio, a nuestro objetivo de 15% de rentabilidad a largo plazo. Su venta se ha traducido en una plusvalía del 50% tras un año y medio.
- Vendimos ABN AMRO porque creíamos que su futuro a medio - largo plazo no es muy bueno. El banco está logrando la mayor parte de sus beneficios con el negocio hipotecario en Estados Unidos. El bajo tipo de interés actual ha animado a mucha gente a refinanciar su hipoteca (y gastar el dinero en bienes de consumo, lo que, por cierto, no es buena señal para la economía estadounidense o el valor del dólar de cara al futuro). Pero con los tipos centrales al 1%, no vemos cómo puede seguir este proceso. Los beneficios del banco sólo pueden ir drásticamente hacia abajo y por un espacio de tiempo relativamente prolongado. Vendimos incurriendo en una minusvalía de en torno al 15%.

Hemos comprado Husky Energy y Zehnder Group.

- Husky Energy es una sociedad canadiense que se dedica activamente a la producción de petróleo y gas natural. Tiene un pequeño negocio de distribución en Canadá, aunque el grueso de su actividad se centra en la búsqueda y extracción de petróleo y gas natural. Como ya hemos comentado en una *newsletter* anterior, creemos que cualquier cartera que se precie debe tener alguna compañía de energía, mientras estas empresas

estén bien gestionadas, obtengan beneficios y se compren a bajo precio. El precio de sus acciones fluctuará, ya que el precio de la materia prima subyacente es volátil, pero si la sociedad reinvierte bien sus beneficios y aumenta los volúmenes de producción, es sólo cuestión de tiempo que los precios suban, brindando excelentes resultados (lea nuestros comentarios sobre PETD más adelante).

- Zehnder Group es una sociedad suiza, líder mundial en sistemas de radiación y ventilación, con presencia en todo el mundo. La sociedad cuenta con un largo historial de rentabilidad, es muy sólida desde un punto de vista estratégico y vende a muy bajos precios.

Resultados de nuestras sociedades

La mayoría de nuestras sociedades han obtenido buenos resultados en los primeros meses de 2003. De hecho, la mayoría ha alcanzado beneficios récord.

Quizá la más destacable sea McCarthy and Stone, con un aumento de beneficios del 80% gracias al incremento del 30% en las ventas. La sociedad está tan infravalorada, dados sus excelentes resultados, que fue objeto de una OPA, que el Consejo rechazó, por considerarla demasiado baja. Las perspectivas siguen siendo buenas y, aunque el mercado de la vivienda se está enfriando en el Reino Unido, el área en el que opera la sociedad (viviendas para jubilados) y las zonas en las que construye (fuera de Londres y en el Sur) conjugan muy bien con una rentabilidad sostenida.

También es interesante la situación de Petroleum Development Corporation. La sociedad ha obtenido un gran éxito con la exploración de gas natural, aumentando constantemente los volúmenes. Y hace unos meses, los precios del gas natural subieron repentinamente, como consecuencia de una carestía estructural. Los beneficios han aumentado considerablemente... al igual que el precio de la acción.

Todas las demás sociedades han obtenido buenos resultados, con dos excepciones: Natuzzi y Teleplan.

Natuzzi registró una caída de las ventas del 14% en el primer trimestre y los beneficios se redujeron un 41%, ambas cifras en comparación con el primer trimestre de 2002, que fue excelente. Los principales argumentos esgrimidos son la caída del dólar (la sociedad vende casi la mitad de su producción en Estados Unidos) y la fuerte competencia de China. Aunque sus resultados han sido decepcionantes, no nos preocupan excesivamente: la sociedad está expandiendo su producción en zonas de bajo coste (Brasil, Rumania y la propia China) y fortaleciendo seriamente su marca y su distribución. Las acciones se venden a precios tan bajos que hasta un largo periodo de menor rentabilidad ofrecería un excelente rendimiento a los accionistas.

Por último Teleplan, que decepcionó a los inversores desde el principio. Sólo unas semanas después de presentar unos resultados bastantes buenos para 2002 y una proyección optimista para 2003, anunció unos beneficios muy inferiores

para el primer trimestre de 2003, culpando a la caída del precio del dólar y a la pérdida de un gran cliente. Creemos que el bajo precio que tienen sus acciones en estos momentos no justifica la venta: a este precio, hasta la menor rentabilidad representa un buen rendimiento. Además, creemos que la rentabilidad debería aumentar. Sin embargo, admitimos que hemos perdido la confianza en la dirección de esta empresa y que nos gustaría ver en el segundo trimestre resultados que realmente nos ayudaran a decidirnos.

Valor liquidativo

Las principales estadísticas del valor liquidativo del fondo son las siguientes:

ESTADÍSTICAS

Al 30 de junio de 2003

Valor liquidativo por acción de participación	109,19 €
Rentabilidad:	
· Mensual	5,79%
· Anual	17,28%
· Desde la creación	9,19%
· 3 meses renovable	20,76%
· 6 meses renovable	17,28%
· 12 meses renovable	14,30%
Análisis estadístico (12 meses renovable)	
· Desviación estándar	6,17%
· Desv. estándar (anualizada)	21,37%
· Ratio Sharpe (anualizada)	(0,33)