

Long-Term Investment Fund

Newsletter abril 2004

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, así como el «valor intrínseco» y el «beneficio por acción del fondo», consulte nuestro sitio en Internet en la dirección www.ltif.com. Aquí 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

Ya tenemos información completa del ejercicio 2003 de todas nuestras sociedades. Con muy pocas excepciones, todas han obtenido resultados récord. Sociedades como McCarthy & Stone, Depfa Bank o Canadian Natural Resources (nuestras tres posiciones más grandes) han aumentado sus beneficios en más de un 25% y han aumentado sus dividendos. Incluso las que nos han decepcionado (Boskalis, Natuzzi) han obtenido buenos beneficios, han mejorado su posición financiera y se han situado bien para mejorar este ejercicio. Como siempre, puede ver todos los detalles en nuestro sitio web, www.ltif.com.

El valor liquidativo del fondo ha aumentado un 8,21%, neto de gastos, desde el 1 de enero.

La evolución del valor teórico de la acción del fondo, en comparación con el índice MSCI World, con dividendos (netos), en euros, ha sido la que se presenta en el siguiente gráfico desde su creación:

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

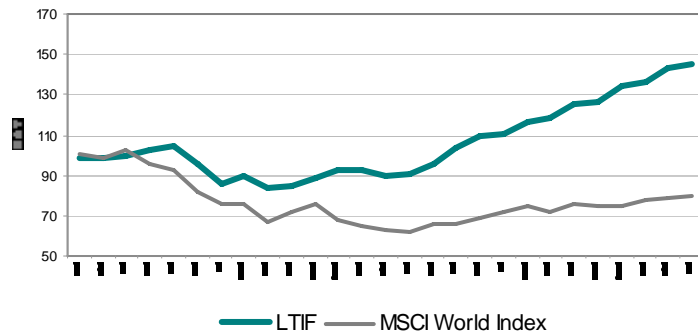
Depositario:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI

El valor patrimonial total ha aumentado de 12.497.584 € al inicio del ejercicio a 14.981.483 € al 31 de marzo de 2004.



Los fondos que siguen entrando, más la revalorización del 8% en lo que va de año, se han traducido en un aumento del 15% en el tamaño del fondo en los tres primeros meses del ejercicio.

Por las conversaciones mantenidas con los inversores institucionales, prevemos una entrada de fondos ininterrumpida durante el resto del ejercicio.

Noticias de la cartera

Hemos vendido dos sociedades desde la última *newsletter*, Dinamia y Hunter Douglas, y hemos incorporado seis sociedades nuevas a nuestra cartera: Encana and Nexen, Posco, SIG, Bam y Barratt Development.

Además de estos comentarios, puede encontrar información completa sobre las nuevas sociedades en la sección «Inversión» de nuestro sitio web www.ltif.com

La venta de Dinamia y Hunter Douglas generó un beneficio razonable (en torno al 30% de revalorización en dos años)

Creemos que ambas sociedades habían alcanzado todo su valor. En el caso de Dinamia, un fondo de capital privado cotizado en el Bolsa de Madrid, creemos que los gestores no estaban haciendo mucho con él, al haber realizado una única inversión (y no demasiado buena, desde nuestro punto de vista) en todo el ejercicio 2003. Con un valor de mercado próximo a su propio valor liquidativo descontado y pocas nuevas oportunidades, hemos creído que ya no quedaba más valor en ella.

Hunter Douglas finalmente obtuvo mejores beneficios, aunque el aumento del precio de la acción reflejaba más que eso. En nuestra opinión, el precio actual representa todo el valor de la sociedad.

Seguimos incorporando inversiones a nuestras posiciones en materias primas con dos sociedades canadienses de exploración y producción de hidrocarburos

Con un valor empresarial de más de 25.000 millones de dólares, Encana es una de las sociedades independientes de exploración y producción de hidrocarburos más importantes del mundo. Como sociedad de exploración y producción de hidrocarburos más grande de Canadá, está muy bien situada desde el punto de vista de las reservas y tiene sólidos planes de crecimiento. El precio de compra fue muy bajo, especialmente teniendo en cuenta los proyectos de tierras petrolíferas (lea los comentarios sobre Canadian Natural Resources en nuestra *newsletter* anterior).

Nexen es una sociedad independiente canadiense de exploración y producción petrolífera. Opera en Canadá y en el extranjero, sobre todo en el Golfo de México, Nigeria y Yemen. Tiene un buen historial de crecimiento de sus reservas y un precio razonable.

Posco, el mayor productor de acero de Corea, es otra forma más de beneficiarse del crecimiento económico de China

Posco, con sede en Corea, es el cuarto fabricante mundial de acero, y el más eficiente. Posco es la empresa que nos va a permitir participar en el boom chino... de forma segura. Creemos que China se convertirá sin lugar a dudas en una importante potencia económica, pero invertir directamente allí es demasiado arriesgado. Por esa razón, tratamos de invertir en bienes que tengan que comprar, como mineral de hierro (Caemi) y acero. Posco fue extremadamente barata, en línea con todo el mercado coreano, vendiendo a p/b inferiores a 6 y ofreciendo rendimientos en dividendos superiores al 6%.

SIG es un agente de reestructuración suizo, con una ventaja atractiva y un riesgo muy limitado

SIG es un proveedor suizo de materiales y equipos para el sector de las bebidas. La sociedad ha seguido en el pasado una estrategia de crecimiento basada en las adquisiciones y la diversificación. Como es habitual, así ha conseguido aumentar sus ventas, pero no sus beneficios. La sociedad cambió su estrategia hace unos meses y decidió vender todo salvo dos divisiones rentables. Al precio actual, creemos que es una inversión excelente, una vez escindidas las divisiones infructuosas.

BAM es una constructora holandesa infravalorada, con una rentabilidad y unos flujos de efectivo impresionantes

Royal BAM Group se encuentra entre las mayores constructoras europeas. El grupo es líder de mercado en los Países Bajos y ha adquirido importantes posiciones de mercado en Reino Unido, Irlanda, Bélgica, Alemania y Estados Unidos. En cada uno de estos mercados, cuenta con otras empresas de explotación que son independientes desde un punto de vista contable para su propia rentabilidad.

La sociedad ha sufrido varias transformaciones corporativas, tras la fusión con HBG y la posterior venta de su división de dragados, mayormente para costearla. En nuestra opinión, esto ha provocado que sea difícil entender sus números y que el mercado le conceda una valoración considerablemente inferior a la que debería tener. El precio de su acción también se ha visto afectado negativamente por una investigación de defensa de la competencia en los Países Bajos.

Barratt Development es una de las principales constructoras de viviendas inglesas, con un excelente historial y grandes perspectivas de crecimiento

Fundada en 1958, Barratt se ha convertido en una de las mayores constructoras británicas, con más de 250.000 viviendas construidas y vendidas a sus espaldas. Actualmente está construyendo y vendiendo más de 13.000 viviendas al año y tiene en marcha más de 400 promociones en toda Gran Bretaña. Ofrece viviendas en todos los segmentos del mercado, más viviendas en alquiler y propiedad compartida. El Grupo también opera en el sur de California desde 1980, donde ha construido más de 14.000 viviendas.

Es muy rentable, tiene un crecimiento sólido y un bajo precio. El mercado descarta una fusión de los precios de las viviendas en Gran Bretaña. Podría suceder, pero creemos que el bajo precio de la acción y la diversificación geográfica compensan con creces esa eventualidad.

La esencia de invertir en valor es comprar a buen precio

Esto es cierto cuando el mercado no reconoce la infravaloración...

...cuando lo hace...

...e incluso cuando la sociedad no obtiene muy buenos resultados.

Perspectiva

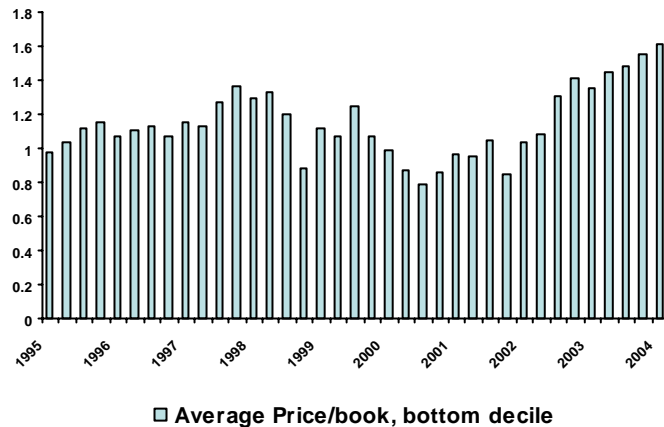
Los mercados son todavía más caros que en el pasado...

Como pueden ver nuestros inversores, invertimos en sectores que no están de moda, porque ahí es donde hay valor por descubrir. Por ahora, nuestros presentimientos se han convertido en realidades: los precios del petróleo no están cayendo, y las constructoras mantienen sus beneficios. Es importante destacar que, si uno invierte en una sociedad rentable con un p/b de 5, y mantiene su rentabilidad, los inversores acumulan beneficios a un tipo anual del 20%, aunque el mercado nunca mejore su visión de la sociedad. Esto sería lo sucedido con McCarthy and Stone: compramos con un p/b de 6, aumentó sus beneficios en más de un 30% al año, y el mercado le seguía dando un p/b de 6: nuestra inversión ha aumentado un 70% en dos años.

Sin embargo, de vez en cuando, el mercado se da cuenta de que no es razonable dar un p/b de 6 a una sociedad que obtiene más de un 20% de rentabilidad sobre los recursos propios, y procede a aumentar ese factor. Entonces, el precio de la acción explota: los beneficios son mucho mayores (ya que la empresa es muy rentable), y se multiplican por un número mayor. Ese sería el caso de Depfa Bank. La compramos cuando tenía una rentabilidad de los recursos propios superior al 20% y un p/b de 6.18 meses más tarde, su rentabilidad sobre los recursos propios había subido al 30% (esto es, los beneficios crecían muy rápidamente), y el mercado paga ahora 10 veces más por esos beneficios. Como consecuencia, nuestra inversión se ha más que triplicado en estos 18 meses.

Resulta interesante que, si uno compra sociedades muy baratas con historiales de buena rentabilidad, los inconvenientes son muy aceptables, aun cuando las cosas van a peor. Tomemos el caso de Boskalis o Natuzzi. Los compramos con ratios p/b muy bajos (en torno a 6), porque el mercado pensaba que su extrema rentabilidad se deterioraría durante un par de años. Bien, el mercado tenía razón: aunque siguieron siendo positivos, sus resultados han sido peores en 2003 que en el pasado. Pero como eso estaba descontado, lo cierto es que el precio de la acción ha subido (en torno a un 30%) desde que las compramos. Además seguimos cobrando dividendos y esperando la subida. No está mal, si éste es el peor de los casos (por supuesto, siempre que las empresas se analicen correctamente y que sus posiciones estratégicas no sean demasiado débiles).

Los mercados siguen siendo muy caros. En cierto modo, son más caros que nunca. Si es cierto que los principales índices están por debajo de los niveles de 2000, se debe a que una serie de grandes empresas (que tienen mucho peso en ellos) eran mucho más caras entonces. Pero si miramos la empresa media, o mejor aún, a las relativamente baratas (las que nos interesan), registran precios récord hoy en día, como muestra el siguiente gráfico:



Fuente: Compustat, LTIF research

...lo que provoca un ligero cambio en nuestra práctica de inversión (¡no en nuestra filosofía!)

Este gráfico muestra el ratio medio del precio de la acción con respecto al valor contable por acción (un parámetro típico para medir cuánto está dispuesto a pagar el mercado por las sociedades) de las 50 sociedades «más baratas» del índice S&P 500 (las «más baratas» son las que tienen un ratio menor), trimestralmente, durante los últimos ocho años. En pocas palabras, las sociedades más baratas se están encareciendo, a pesar de que ahora las más caras sean un poco más baratas (esto explica, en parte, por qué muchas estrategias de inversión en valor se han visto superadas por los índices en los tres últimos años).

Por cierto, esto sucede en todo el resto de mercados principales.

Por ello, encontrar las sociedades que nos interesan se convierte en algo más difícil, lo que nos está obligando a variar ligeramente nuestro estilo de inversión.

El ideal sería comprar sociedades excelentes a precios muy bajos, y mantenerlas siempre. Pero es más difícil ahora por dos razones: hay muy pocas sociedades excelentes a bajo precio y, cuando las hay, tienden a subir de precio rápido.

Esto nos obliga a comprar sociedades con un potencial de revalorización del 20-40% (simplemente, porque están infravaloradas), y venderlas relativamente rápido una vez materializado ese potencial. Así nuestra rentabilidad seguirá siendo buena, pero tendremos que resignarnos a vender nuestras sociedades más rápido... y a tener que trabajar más duro para encontrar nuevas sociedades que las sustituyan.

En cualquier caso, creemos sinceramente que todavía podemos encontrar oportunidades que ofrezcan a nuestros inversores sólidos rendimientos: a pesar del crecimiento exponencial de LTIF, todavía es muy pequeña en términos absolutos, y se puede seguir invirtiendo los fondos de forma segura. Como ya hemos explicado, mientras invirtamos nuestros fondos en sociedades sólidas, compradas a precios razonables, podemos ignorar la evolución del mercado. A largo plazo, nuestros beneficios sencillamente se acumularán, hasta que el mercado reconozca el valor que hay en nuestras inversiones.