

Long-Term Investment Fund

Newsletter julio 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, 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

La rentabilidad sigue mejorando en la práctica totalidad de las sociedades

El valor liquidativo del fondo ha aumentado un 8,37%, neto de gastos, desde el 1 de enero.

Una vez más, casi todas las sociedades de nuestra cartera han obtenido muy buenos resultados en el último trimestre. Con la excepción de Bachoco, que ha experimentado una caída generalizada de su producto estrella (despiece de pollo), pero ha seguido obteniendo unos buenos flujos de efectivo, y Boskalis, que está experimentando la previsible contracción cíclica de la demanda, nuestras sociedades están obteniendo beneficios récord, con tasas de crecimiento que superan el 30% en términos interanuales en algunos casos (Barrat, McCarthy & Stone, Depfa, Posco...). Su perspectiva para el resto de ejercicio es, en general, muy positiva, lo que nos hace pensar que terminaremos 2004 con un importante aumento del valor intrínseco de la cartera. Como siempre, puede ver la información detallada en www.ltif.com

La evolución del valor teórico de la acción del fondo desde su creación, en comparación con el índice MSCI World, con dividendos (netos), en euros, ha sido la que se muestra en el siguiente gráfico. Desde el inicio del ejercicio, el valor teórico de la acción (valor de liquidación) ha aumentado un 8,37%, neto de todos los gastos, lo que significa que se mantiene casi constante este trimestre (+0,16%). Esta rentabilidad constante refleja un aumento de algunas acciones (principalmente, nuestras sociedades petroleras y algunas de nuestras acciones suizas, como SIG y Zehnder) y una disminución del precio de la acción de algunas de nuestras posiciones más importantes, sobre todo Depfa y McCarthy & Stone.

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

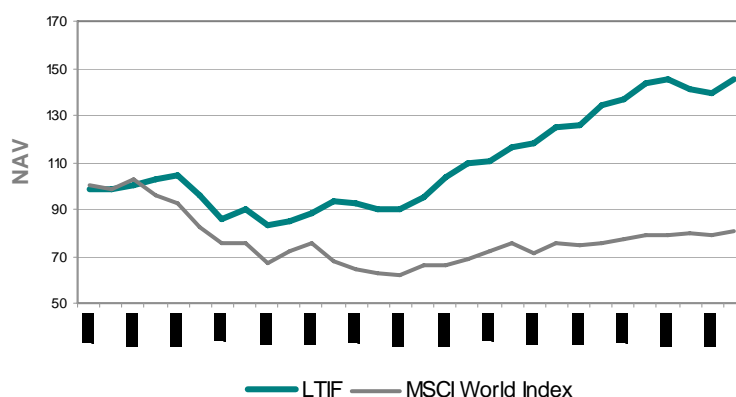
Depositario:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI

No nos preocupa lo más mínimo esta caída de los precios, porque creemos que el valor intrínseco de las sociedades sigue subiendo. De hecho, hemos aprovechado esta coyuntura para incrementar nuestras posiciones a precios excelentes.



El valor patrimonial total ha aumentado de 14.981.483 € al cierre del pasado mes de marzo a 17,742,176 € al 30 de junio de 2004.

El fondo sigue creciendo y ha alcanzado ya los 17,742,176 €. Preveamos un crecimiento aún mayor de los fondos durante el resto del ejercicio.

Noticias de la cartera

Hemos vendido Natuzzi (con una revalorización próxima al 30% en dos años)

Hemos vendido Natuzzi, S.p.A. Aunque pensamos que todavía es una buena sociedad, creemos que la caída de la rentabilidad del ejercicio anterior es permanente: el 50% de las ventas de la sociedad van al mercado estadounidense y no creemos que el dólar vaya a alcanzar los niveles que tenía antes del 2002. Además, la sociedad está respondiendo a la competencia de bajo coste de China con un gasto considerablemente mayor en marketing. Probablemente sea la estrategia adecuada, pero va a menoscabar los beneficios en un futuro previsible. Teniendo en cuenta que el precio de la acción había subido más del 30% desde que la compramos, y que el p/b a futuro se encuentra ahora en torno a 12-15, y que no va a bajar, en nuestra opinión, en los próximos años, hemos decidido vender, ya que tenemos mejores oportunidades en las que invertir el dinero.

Hemos comprado Samsung Electronics e Imperial Sugar

Samsung Electronics es líder mundial en pantallas planas y varios tipos de semiconductores y un nuevo agente de éxito en el mercado de los terminales de telefonía móvil (14% de cuota de mercado mundial). Vende a precios absolutamente ridículos para una sociedad de sus características (p/b en torno a 5), sobre todo con su rentabilidad (¡más del 35% de rentabilidad sobre los recursos propios!).

Creemos que existen motivos diversos para que su precio sea tan bajo: todo el mercado coreano está bajo, ya que los inversores extranjeros lo han abandonado; las acciones tecnológicas de todo el mundo van a la baja (por una buena razón –su valoración– cabe añadir); y la opinión generalizada es que los precios de las pantallas planas caerán en medio de algún exceso de capacidad futuro. Sin negar este último punto, creemos que la combinación de mayor demanda (gracias precisamente a los precios reducidos), liderazgo tecnológico (Sony ha acordado proveerse de pantallas Samsung) y valoración extremadamente baja para empezar, la convierten en una sólida inversión. La

sociedad reparte efectivo a ritmos increíbles (bastante raro en un líder tecnológico) y acaba de anunciar un dividendo extraordinario y un plan de readquisición de acciones.

Otra sociedad que hemos comprado es Imperial Sugar, un productor y empaquetador estadounidense (a pesar de su nombre) de azúcar para uso industrial y doméstico. Es una sociedad pequeña (capitalización bursátil ligeramente por encima de 100 millones de euros), que sale de un periodo de reorganización. Como es con frecuencia el caso con estas pequeñas sociedades que atraviesan una reestructuración drástica, el mercado no sabe cómo valorarlas... porque a nadie le importa realmente. Creemos que el precio actual está, siguiendo nuestros criterios más conservadores, un 30% por debajo del valor intrínseco de la sociedad. No lo contemplamos como una inversión a largo plazo, ya que el sector deja mucho que desear, pero es una forma segura de conseguir rendimientos interesantes con muy poco riesgo.

Las compañías petroleras componen en la actualidad el 15% de la cartera.

Hemos incorporado Canadian Oil Sands Trust, Suncor Energy y Petrocanada

Seguimos trabajando en nuestras posiciones petroleras. No compramos sociedades petroleras por las subidas de los precios a corto plazo (aunque se están dando). De hecho, la mayoría de las sociedades petroleras cubren (venden a futuro) una gran parte de su producción, lo que significa que este año no consiguen los aumentos de beneficios que los precios actuales del petróleo podrían indicar, ya que están cubiertas a los precios del año pasado (en torno a 25 \$ por barril, en términos medios). Compramos porque creemos que, a largo plazo, los precios de la energía no pueden sino subir y la mayoría de estas sociedades no refleja en el precio de sus acciones ese hecho. Muchos operadores del mercado *quieren* creer que el petróleo bajará a 20 \$ por barril y que las sociedades que compramos para el fondo tienen un precio de mercado que perfila más o menos ese nivel. Pero no creemos que ese vaya a ser el precio a largo plazo del petróleo, aunque disminuye temporalmente de su nivel actual.

Así compramos sociedades con el mejor ratio precio/reservas posible, bien gestionadas y sin riesgos políticos. Estas características nos llevan a Canadá, donde hemos encontrado sociedades muy interesantes en las que invertir.

Entre ellas destacan Canadian Oil Sands y Suncor, por sus inmensas reservas de tierras petrolíferas. Este petróleo, caro de producir, tiene una serie de ventajas: no precisa invertir en exploración, puesto que está ahí; las reservas son enormes (Canadian Oil Sands tiene reservas al menos para 65 años; frente a las de Shell que son inferiores a 7 años); y es extremadamente rentable si los precios del petróleo suben un poco: el «efecto apalancamiento» es mayor cuando el coste es el mayor (un aumento de 1 \$ en el precio eleva los márgenes si sólo fuera de 4 \$, y no afecta tanto si ya fuera de 15 \$).

Además, todas las sociedades que compramos cuentan con sólidos planes de expansión y venden a múltiplos bajos. Esto implica que, aunque los precios del petróleo bajen algo a corto o medio plazo, los beneficios subirán (ayudados por los aumentos de volumen y las mejores condiciones de cobertura), y nuestra rentabilidad como inversores está garantizada, ya que compramos a precios muy bajos.

En nuestra próxima newsletter incluiremos un extenso comentario sobre el sector del petróleo, desde el punto de vista de un inversor en valor.

En los próximos trimestres, seguiremos trabajando este tema y reorganizaremos nuestra cartera de sociedades petroleras a medida que pulamos nuestras valoraciones de todas estas sociedades.

Probablemente hemos alcanzado los límites de lo que podamos invertir en petróleo como porcentaje de nuestra cartera, pero este tema es tan importante que dedicaremos nuestra próxima *newsletter* a un análisis pormenorizado del sector.

Perspectiva

Los mercados se están corrigiendo: los beneficios han aumentado y los precios de las acciones no han variado, pero todavía son caros.

Como consecuencia, no vemos un buen potencial de apreciación a largo plazo de los índices.

Nuestra cartera está muy bien posicionada a medio plazo.

Los mercados siguen siendo caros: una media de más de 15 de p/b arroja una rentabilidad implícita de menos del 7%. Por supuesto, un importante crecimiento de los beneficios mejora la rentabilidad, pero el mercado en general no puede aumentar los beneficios a un ritmo mayor que el PNB a lo largo del ciclo económico. Por eso prevemos un largo periodo de resultados mediocres en los índices. Esto puede conseguirse de dos maneras diferentes: bajando y subiendo drásticamente, como en 2002-2003, para terminar en el mismo lugar... o sencillamente quedándose en el mismo lugar, como en el primer semestre de este ejercicio. Pero, en cualquiera de los dos casos, invertir en los índices no es una propuesta acertada a largo plazo cuando se sale de un punto de partida caro.

Sin embargo, eso no significa que no se pueda encontrar valor: basta con mirar nuestra cartera. El crecimiento de ingresos agregado de este ejercicio va a sobrepasar el 20%, mientras el ratio p/b está por debajo de 10. Pase lo que pase con los mercados, sea cual sea el precio de las acciones de nuestras sociedades, creemos que esta cartera es una inversión sólida a largo plazo.