

Long Term Investment Fund

Estado de los Fondos

La siguiente tabla muestra la evolución del valor liquidativo del Fondo en el último trimestre:

Tabla 1: Valor Liquidativo - Patrimonio gestionado

September 2006	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Δ YTD	AUM (in mio)
LTIF - Classic	278.07	1.42%	12.67%	13.29%	€185.2
LTIF - Alpha	129.77	-3.82%	4.20%	9.77%	€69.5
LTIF - Stability	106.57	1.03%	5.33%	6.09%	€4.5
LTIF - Energy	123.50	-9.76%	-6.14%	-2.09%	€23.7
MSCI World Index	3,250	5.56%	9.21%	3.57%	

El siguiente gráfico muestra la composición sectorial y geográfica del Fondo:

Figura 1

Desglose por sector

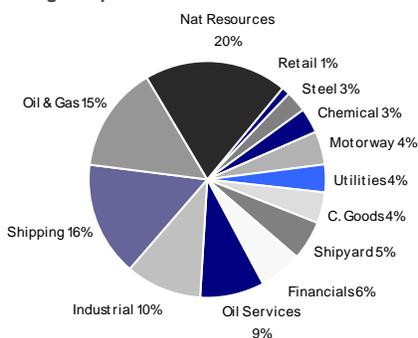
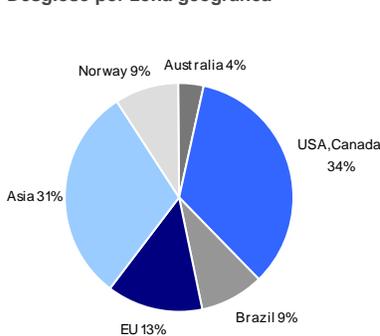


Figura 2

Desglose por zona geográfica



En julio, la Comisión Federal Suiza de Banca reconoció a SIA Funds AG, una filial participada al 100% del Grupo SIA, como sociedad gestora de fondos y se constituyó el LTIF – Stability al amparo de la legislación suiza. Este Fondo cotizará en francos suizos en el futuro, aunque los activos subyacentes serán los mismos que antes. El hecho de que cotice en una moneda diferente no marcará ninguna diferencia real para ningún inversor.

Precios y beneficios: el concepto de «transparencia» en la práctica

En la *newsletter* anterior, comentábamos que los inversores de fondos orientados a valor gestionados de forma activa, como el fondo LTIF, deben creer que, cada cierto tiempo, los precios de las acciones no reflejan el verdadero valor de las sociedades subyacentes. De hecho, todo el propósito de un fondo gestionado de forma activa es encontrar esos casos y beneficiarse de ellos comprando las acciones que se consideran más baratas de lo que deberían ser o, en algunos fondos, vendiendo en descubierto las que

Figura 3
LTIF - Classic

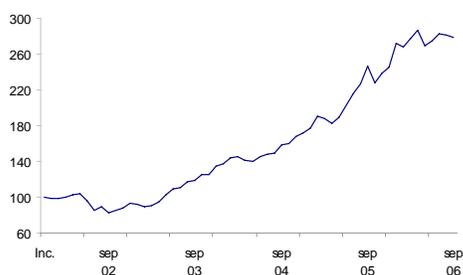


Figura 4
LTIF - Serie Alpha

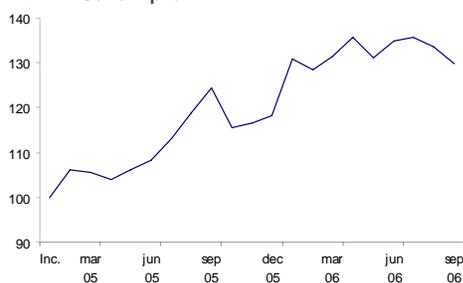


Figura 5
LTIF - Energy

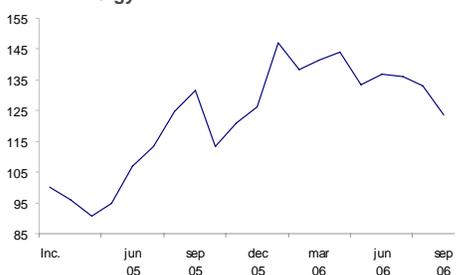
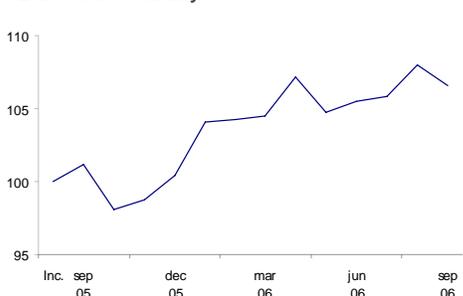


Figura 6
LTIF - Serie Stability



se consideran demasiado caras. Este enfoque de inversión ha superado la prueba del paso del tiempo como probablemente la mejor combinación de riesgo y recompensa, generando rendimientos muy superiores a la media con un grado de volatilidad aceptable con el tiempo. Pero tiene un inconveniente a corto plazo: es imposible que el inversor del fondo sepa "cuáles son los resultados del Fondo" en un momento dado.

Esto se debe a que el inversor sólo ve el "Valor Liquidativo" del Fondo, es decir, el precio medio de sus acciones. Pero éste, según lo que cree el inversor, puede estar equivocado. Así, el valor liquidativo de un mes puede ser superior o inferior al del mes anterior, aunque el valor del fondo pueda ser mayor o menor o, lo que es más probable, prácticamente igual, dado que el valor real de las sociedades rara vez cambia de un mes al siguiente. En resumen: la variación a corto plazo del valor liquidativo de un fondo no ofrece al inversor información fiable sobre los resultados reales del fondo. Esta información sólo se consigue conociendo la evolución de la rentabilidad de las sociedades subyacentes.

Hemos insistido en esta idea desde el principio y hemos comentado los datos correspondientes en nuestras *newsletters*, sobre todo al cierre del ejercicio. Sin embargo, tenemos la sensación de que no es suficiente y, para ser coherentes con nuestra forma de pensar (y con la de nuestros inversores), tenemos previsto publicar la información necesaria cada mes. A continuación se describen las cifras que se publicarán así como una explicación de su significado y el modo en que se calculan:

- El beneficio por acción prospectivo del Fondo. Es la cantidad de dinero que generarán nuestras sociedades de forma proporcional el año que viene. La evolución de esta cifra es, con creces, la mejor indicación de los resultados (intrínsecos) reales del Fondo. La calculamos estimando lo que ganará cada una de nuestras sociedades por acción durante el próximo año y ajustándolo a la proporción de las posiciones del Fondo. En algunos casos, tenemos que realizar más ajustes para garantizar que la cifra realmente tenga sentido: relativizamos los beneficios extraordinarios que claramente no reflejan la rentabilidad recurrente de la sociedad y ajustamos las pérdidas o inversiones extraordinarias que sabemos a ciencia cierta que no van a volver a producirse. Una cuestión importante: en relación con las productoras de materias primas, siempre realizamos hipótesis muy prudentes en relación con el precio a futuro de las materias primas, normalmente muy por debajo del precio realmente disponible en los mercados de futuro.
- Ratio precio/beneficio (p/b) del Fondo: Se trata de la proporción entre el precio de nuestras acciones (resumido en el valor teórico de la participación) y los beneficios que obtendrán nuestras sociedades el año que viene. Si se calcula bien, es uno de los mejores parámetros para medir el valor intrínseco. Su inverso puede expresarse como porcentaje y denominarse "rendimiento en beneficios": el rendimiento, en términos de beneficios, que el Fondo tendrá el año que viene, teniendo en cuenta su precio actual.

- Rendimiento prospectivo en dividendos: los dividendos que esperamos recibir en año que viene, expresados como porcentaje de los precios actuales.

Si lo miramos con perspectiva, la primera de estas medidas ofrece la mejor indicación de la evolución de la rentabilidad del Fondo. La última es un parámetro que sería como una "instantánea" del valor.

- También publicaremos dos parámetros más "profesionales" del valor: el "valor de la empresa (VE) / beneficios antes de impuestos, intereses y amortizaciones (EBITDA, en inglés)" y el "valor de la empresa (VE) / beneficios antes de intereses e impuestos (BAII, o EBIT en inglés)", ya que los inversores profesionales tienden a utilizar estos parámetros, a menudo por buenas razones, a la hora de valorar las sociedades. Su publicación facilitará la apreciación del valor relativo del Fondo frente a otras inversiones.

En unos meses, una vez tengamos preparados todos los circuitos estadísticos, publicaremos dos cifras más: el historial de beneficios de los últimos 10 años de las sociedades que tenemos, y una comparación entre los ratios anteriores y los del mercado global. La primera cifra indicará el grado de "solidez" histórica de nuestra inversión. Es evidente que el pasado no siempre es indicativo del futuro, pero contar con un largo historial de rentabilidad arroja alguna luz sobre el carácter cíclico intrínseco de los beneficios de las sociedades. Por último, una comparación con el mercado global ayuda a realzar el atractivo del Fondo como inversión a medio plazo en perspectiva con índices amplios.

Como es natural, estas cifras son indicativas. La contabilidad no es una ciencia exacta, el futuro es difícil de predecir y siempre hay que realizar ajustes. Pero estamos convencidos de que nuestros parámetros de medición son útiles: en nuestra experiencia, ofrecen una buena aproximación de lo que con el tiempo sucederá. En el pasado, hemos tenido que ajustar nuestras expectativas tanto al alza como a la baja, pero sinceramente podemos decir que, dado el tipo de sociedades que compramos (sólo las que tienen una elevada visibilidad de beneficios) y lo prudente que son las hipótesis que realizamos, no hemos sido excesivamente optimistas. La naturaleza de la inversión es, de todos modos, una apuesta sobre la capacidad de prever el futuro. Como ha recalcado Warren Buffet, es mejor tener más o menos razón que estar exactamente equivocado. Esperamos que estas cifras faciliten a los inversores una mejor comprensión de los "resultados del Fondo" que simplemente tengan que confiar en el valor liquidativo. Ésta es la tabla:

Tabla 2: Cartera LTIF – parámetros de medición del valor

LTIF portfolio	30.09.2006
NAV	278.07
Earnings per share - EPS	44.88
Price/Earnings - PE	6.20
Earnings Yield	16.1%
Dividend Yield - DY	2.47
Ev / Ebitda	3.86
Ev / Ebit	4.80

Fuente: SIA Research, Datastream

Como puede verse, la rentabilidad "built-in" de nuestras inversiones es importante. Por supuesto, puede que nos equivoquemos en algunos casos, y puede que tengamos sorpresas desagradables. Pero una cartera con un p/b de 6, si está bien diversificada, no puede dejar de alcanzar rendimientos anuales de dos dígitos en los años venideros.

Evolución de los fondos

Durante el tercer trimestre hemos seguido esforzándonos por encontrar buenas sociedades a bajos precios, lo que nos ha conducido a una serie de inversiones que creemos que aportarán valor a nuestra cartera y aumentarán al mismo tiempo su diversificación. Testimonio de esa diversificación es el hecho de que aunque muchas de nuestras sociedades basadas en recursos han experimentado importantes caídas en sus acciones (como comentamos más detenidamente más adelante), el valor liquidativo de la cartera se ha mantenido más o menos estable. Hemos introducido algunos temas de inversión, y hemos puesto énfasis en otros que ya teníamos:

- Transporte. Ya teníamos una sociedad de transporte de containers, Orient Overseas International, con sede en Hong-Kong, que visitamos en febrero. Aunque esta actividad no está atravesando su mejor momento (es bastante cíclica), la sociedad lo está haciendo bien. Está muy bien gestionada y, incluso en lo más bajo del ciclo, nos proporcionará buenos beneficios y dividendos (más del 6,5% el ejercicio pasado). Ahora hemos añadido otros tipos de empresas de transporte, sobre todo de carga seca a granel y sociedades que sirven a la explotación de petróleo "off-shore". En relación con la primera inversión, tenemos sociedades que están entrando en la mejor parte del ciclo, con precios extremadamente bajos: ¡tenemos ratios de p/b por debajo de 5! En relación con la segunda inversión, tenemos negocios muy estables: estas sociedades a menudo arriendan sus buques a petroleras en virtud de contratos a largo plazo, que aseguran una óptima visibilidad de beneficios. En ambos casos, las sociedades son de tamaño pequeño-mediano y tienen historia (son sociedades cotizadas relativamente nuevas) o pasados volátiles. Creemos que el mercado sencillamente las está pasando por alto, aunque sus acciones han empezado a subir repentinamente, en algunos casos más de un 30% en las pocas semanas que llevamos con ellas.
- Nuestro análisis del sector de los transportes nos ha llevado al estudio de los astilleros. Parecía evidente que la mayoría de ellos estaban totalmente ocupados para los próximos cuatro años y que los contratos que están cerrando ahora representan beneficios mucho mayores que los de años anteriores, garantizando así literalmente una explosión de los beneficios. Hemos comprado tres sociedades coreanas y la inversión está recompensándonos en términos fundamentales – el valor de los contratos que están cerrando está mejorando continuamente – así como en la apreciación a corto plazo de sus acciones – más del 40% en un caso.

- Ya teníamos tres sociedades que explotaban autovías de peaje en China. Nos gusta la estabilidad y visibilidad del negocio y, en el caso de China, su rápido crecimiento. Las acciones de estas sociedades venden por debajo del precio de las compañías de suministros normales, y tienen un crecimiento anual de los beneficios por acción superior al 15%. Hemos aumentado nuestras posiciones y hemos añadido una cuarta sociedad.
- Un problema al que se enfrentan muchas de las compañías petroleras que tenemos es el incesante aumento de los costes, como comentaremos más adelante. Las actividades de perforación y la elevación efectiva del petróleo son una parte importante de esos costes. Normalmente, los equipos de perforación o explotación se alquilan a sociedades especializadas en virtud de contratos a corto, medio o largo plazo. Para dar una idea de la inflación del coste en el sector, un alquiler diario de una plataforma *off-shore* de sexta generación ha subido de 300.000 \$ al día a 600.000 \$ al día en unos meses. Como siempre, esto se debe a la oferta y la demanda. Por otra parte, las sociedades petroleras (y, especialmente, las gasísticas) deben perforar progresivamente más agujeros para mantener los niveles de producción, dado que muchos campos están entrando en su fase de madurez o declive. Por otra parte, el número de plataformas disponibles y, lo que es más importante, el número de personal especializado está seriamente limitado por años de falta de inversión. De nuevo, se trata de un sector con buena visibilidad de beneficios y precios de acciones extremadamente bajos (otra vez con p/b inferiores a 5).

Es cierto que muchos inversores venden las acciones de estas sociedades cuando cae el precio del petróleo, pero creemos que es un error: mientras el precio del petróleo se sitúe aproximadamente por encima de 50 \$ el barril (ahora está a 65 \$ para el futuro del año que viene), la perforación en busca de petróleo será rentable, y los servicios de estas sociedades tendrán demanda. Si el precio del petróleo bajara por debajo de ese nivel, las sociedades dejarían de perforar, pero garantizaría un vuelco bastante rápido en el precio del petróleo, ya que la oferta empezaría a flaquear.

Por otra parte, hemos vendido las productoras avícolas. Creemos que son inversiones “decentes”, pero nos ha decepcionado la evolución del sector y creemos que en otros sectores hay innumerables oportunidades en las que se puede obtener un rendimiento mucho mayor.

No podemos dejar de mencionar el comportamiento de las acciones de “materias primas” que tenemos, en concreto de empresas energéticas y productoras de metales. Como sabe la mayoría de los inversores, el precio por acción de muchas productoras de materias primas ha caído drásticamente en los dos últimos meses, como se muestra en la Figura 7 para algunos índices y en la Figura 8 para algunas de nuestras acciones, en concreto Canadian Natural Resources y Nexen en el sector del petróleo y Quadra Minerals y Hudbay en el del cobre y el zinc.

Figura 7
Índices MSCI de metales y energía, desde el 1 de julio - rebase

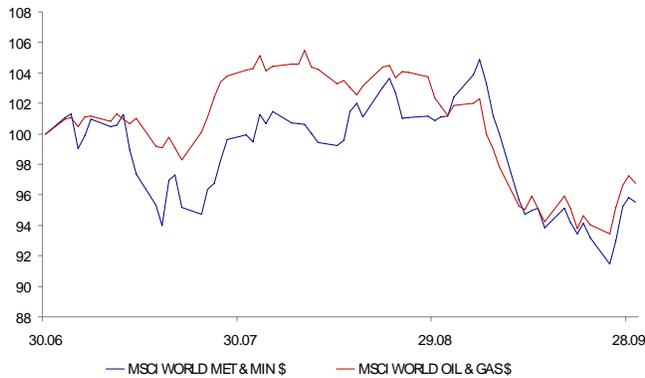
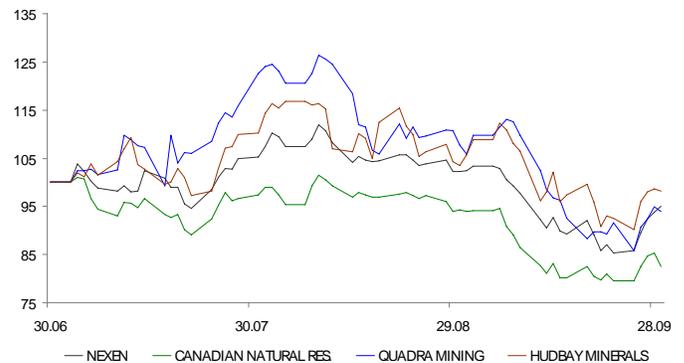


Figura 8
Acciones de Nexen, CNQ, Quadra y Hudbay, desde el 1 de julio - rebase



Fuente: Datastream

El primer punto a destacar es que, mientras el precio del petróleo ha bajado bruscamente estas semanas, no es cierto en el caso de algunos metales, como se muestra en las Figuras 9 y 10. La caída de las acciones de las productoras de metales, que ya eran muy baratas, parece así totalmente injustificada.

Figura 9
Precio del petróleo, cobre, níquel y zinc desde el 1 de enero - rebase

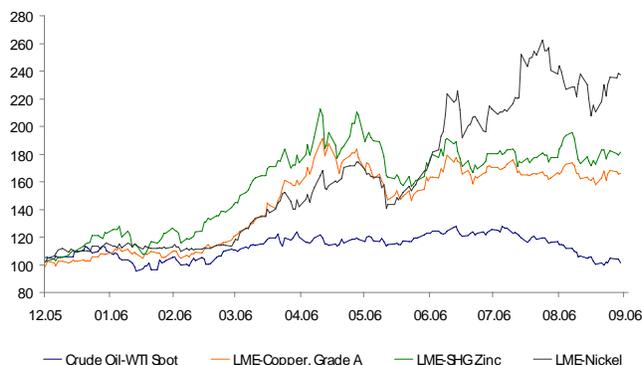
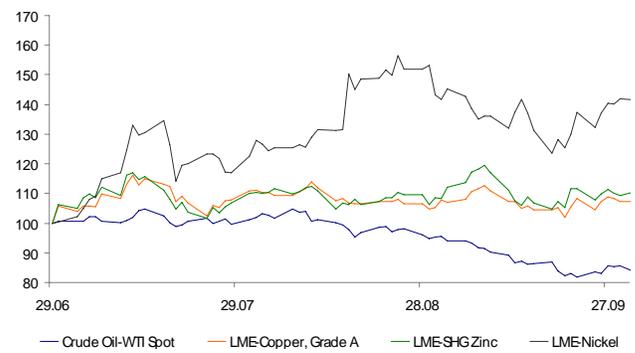


Figura 10
Precio del petróleo, cobre, níquel y zinc desde el 1 de julio - rebase



Fuente: Datastream

En el caso de las compañías petroleras, han sucedido dos cosas, de las cuales una es importante y la otra algo menos. La menos importante es la rápida caída del precio del petróleo. Creemos que es menos importante porque el precio del petróleo no tiene que ser muy alto para que nuestras sociedades sean rentables (sus reservas están descontadas a un precio de entorno a 40 \$). Además, esta caída no es necesariamente permanente: el precio bajó, pero probablemente subirá con el tiempo. Lo realmente importante es la explosión de los costes experimentada por la mayoría de las petroleras. En general, las pocas que pueden sustituir sus reservas lo están haciendo a un precio mucho mayor de lo que les cuesta encontrar el petróleo que están produciendo ahora. Obviamente ésta no es la receta de la ren-

tabilidad a largo plazo. En lo que a las tierras bituminosas canadienses se refiere, los costes de capital se han duplicado literalmente en los últimos seis meses, aumento de una gravedad que no esperábamos. Por supuesto, si tu inversión se duplica, y los márgenes siguen siendo más o menos similares, el rendimiento sobre tu inversión se reduce a la mitad. Una vez más, no es un buen indicio de beneficios a largo plazo.

Por suerte, siempre hemos valorado nuestras sociedades petroleras en función de sus reservas *actuales*, lo que nos permite estar menos expuestos a esta explosión de costes, aunque claramente nos afecta. El resultado neto es que, aunque creemos que nuestras sociedades generan una excelente rentabilidad a largo plazo, hemos tenido que ajustar nuestras expectativas en algunos casos. Sin duda, creemos que alcanzarán o superarán nuestra meta del 15% de rentabilidad anual a largo plazo. Para poner un ejemplo, Nexen, cuya acción cotizaba a 59,75 dólares canadienses el 29 de septiembre, prevé un flujo de caja por acción de 16 dólares canadienses en 2007, y aún más en 2008, ya que algunos de sus proyectos actuales no serán del todo operativos hasta entonces.

El comentario anterior tiene un efecto secundario, aunque muy importante: a largo plazo, el precio del petróleo no puede bajar mucho más de lo que lo está actualmente. Si lo hiciera, veríamos una reducción de la exploración que, dado lo ajustado de la oferta mundial, implicaría necesariamente una caída de la producción y, por consiguiente, un aumento de los precios.

Un argumento similar se aplica a algunos metales. Específicamente, tenemos sociedades que producen cobre, níquel, zinc y plomo. Aunque cada caso es diferente, estamos seguros de que nuestras sociedades seguirán siendo rentables a precios inferiores de lo que indican los mercados de futuro en estos momentos. También creemos que los precios a largo plazo no pueden caer realmente por debajo de los indicados por los mercados de futuros, o la oferta sencillamente dejará de materializarse.

Para resumir, las sociedades productoras de energía y metales son una parte importante de nuestra cartera (en torno al 35%) porque, tras un detenido análisis, creemos en su rentabilidad a largo plazo (también a corto plazo: ¡algunas han previsto ratios p/b inferiores a 5 para el próximo ejercicio!). No invertimos en ellas porque estaban de moda ni deberíamos vender porque parezcan estar pasadas de moda. Mientras pensemos que nos darán una rentabilidad superior a nuestro objetivo del 15% anual, seguirán en nuestra cartera. Pero, al mismo tiempo, seguimos buscando otras inversiones que diversifiquen nuestro fondo un poco más.

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. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund es una sociedad de inversión de capital variable de tipo "paraguas" constituida como sociedad anónima de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo, y con carácter de Sociedad de Inversión de Capital Variable ("SICAV") al amparo de la Parte I de la ley de Luxemburgo del 20 de diciembre de 2002. Cuenta con tres subfondos activos, denominados "Classic", "Alpha" y "Energy", que reproducen plenamente tanto al fondo Long Term Investment Fund de BVI (clases "Classic" y "Alpha") como al fondo Global Energy Value con respecto a sus objetivos de inversión y su estructura operativa. Esta newsletter va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

Administrador: Pictet & Cie (Europe) S.A. 1, Boulevard Royal L-2016 Luxemburgo Luxemburgo	Gestor de Inversiones: Pictet & Cie 29, boulevard Georges Favon CH-1204 Ginebra Suiza	Depositario: Pictet & Cie (Europe) S.A. 1, Boulevard Royal L-2016 Luxemburgo Luxemburgo	Domicilio social: 1, Boulevard Royal L-2016 Luxemburgo Luxemburgo	Asesor de Inversión: SIA Funds AG 3, Seedammstrasse CH-8808 Pfäffikon Suiza
LTIF – Classic ISIN: LU0244071956 Telekurs: CH2432569 Bloomberg: LTIFCLA LX	LTIF – Alpha ISIN: LU0244072178 Telekurs: CH2432573 Bloomberg: LTIFALP LX	LTIF – Global Energy Value ISIN: LU0244072335 Telekurs: CH2432575 Bloomberg: LTIFGEV LX		

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 en el Grupo SIA. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) fue aprobado por la Comisión Bancaria Suiza el 13 de julio de 2006. El fondo inició sus actividades, en francos suizos, el 1 de octubre de 2006. Esta newsletter va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

Administrador: Pictet Funds SA 29, boulevard Georges Favon CH-1204 Ginebra Suiza	Gestor de Inversiones: SIA Funds AG 3, Seedammstrasse CH-8808 Pfäffikon Suiza	Depositario: Pictet & Cie 29, boulevard Georges Favon CH-1204 Ginebra Suiza
LTIF – Stability ISIN: CH0026389202 Telekurs: CH2638920 Bloomberg: LTIFSTA SW		