

Long Term Investment Fund

WALTER SCHERK, GERARD ALBA

29 de junio de 2010

Comentarios generales sobre el mercado y la situación económica

No hay nada especialmente nuevo en los mercados. Su sensación es que la presión sobre el euro ha mejorado algo. La situación de España es relativamente mejor después de que haya hecho parte de sus “deberes”. Otras economías, como UK, han anunciado políticas muy restrictivas.

En las bolsas conviven unos múltiplos no muy altos con tipos bajos. El mercado carece de tendencia y espera una evolución lateral para los próximos meses, sin grandes debacles ni alegrías.

Situación de la cartera

Aunque LTIF SIA Classic no se gestiona en relativo al MSCI World desde finales de abril la evolución del fondo y del índice divergen marcadamente. Esta divergencia la podemos atribuir en gran medida a un mayor peso en la cartera del sector de materiales. Como ya comentamos en la anterior nota, este sector se ha visto afectado por unas menores expectativas de crecimiento de la economía a nivel global (traducida en menores precios de las commodities) y por la propuesta de nuevos impuestos a los recursos mineros en Australia (que parece puede ser seguida por otros países). Continuamos teniendo una situación de riesgo simétrico a la baja y al alza pero con TIR esperada superior al 18% para estos valores, que consideran que hace atractiva la inversión. De todos modos, prevén ir suavizando gradualmente el peso de recursos naturales en cartera.

En cuanto a valores concretos, el peor performance en este período desde finales de abril ha sido QuadraFNX, con una contribución a la cartera de -1,4%. Aquí han pesado varios factores específicos del valor, como son la fusión con FNX, la ruptura del

acuerdo con la empresa china State Grid para el desarrollo de Sierra Gorda, o la reducción del “guidance” de producción para el año. Está claro que el flujo de noticias ha sido más bien negativo y es una posición grande de la cartera (4%). Pero los problemas en las minas de Carlota y Franke son hasta cierto punto normales en minas que están en proceso de llegar progresivamente a su potencial de producción. Por otro lado, a raíz de la fusión con FNX disponen de una situación financiera más holgada que les permite atacar el futuro desarrollo de Sierra Gorda con mayor desahogo.

A continuación hay una serie de valores con contribución entre -0,4% y -0,6% entre los que hay principalmente mineras (Kagara, Atlas Iron, Mercator, Capstone, First Quantum), una empresa de servicios a productores de petróleo (Songa Offshore) y una inmobiliaria británica (Taylor Wimpey).

Entre las mineras sólo First Quantum ha tenido un problema específico, que es la escalada en el tira y afloja continuado entre la empresa y el gobierno de la República Democrática del Congo, que parece que puede llevar a la pérdida de control de las minas que First Quantum tiene en ese país (tiene también minas en Zambia, Mauritania, Australia y Finlandia). La mayoría de analistas (incluido SIA) ya no consideran los activos del Congo en la valoración de First Quantum, y aún así este valor ofrece unos retornos superiores a la media de la cartera de valores mineros. El comportamiento del resto de mineras mencionadas se puede asimilar más a los efectos generales sobre el sector que ya hemos comentado (bajada de precios de las commodities, mayores impuestos), efectos que quizás recogen con mayor volatilidad que las grandes mineras diversificadas como BHP o Río Tinto.

Songa Offshore ha tenido un comportamiento muy negativo en el último mes debido al impacto del hundimiento de la plataforma petrolífera Horizon en el Golfo de México. Debido a la moratoria instaurada por el Gobierno USA (6 meses), hay un riesgo de que varias plataformas busquen contratos en otras áreas geográficas, causando cierta sobrecapacidad en el mercado. Songa Offshore no está directamente afectada por este tema, dado que trabaja sobre todo en el Mar del Norte (aguas menos profundas y estándares técnicos más elevados). Hay algo de riesgo para la parte de la flota que no está en Mar del Norte por incremento de competencia en nuevos contratos. El mercado

asume que tanto las tarifas como la utilización de la flota de Songa será menor en 2011/2012 y ha rebajado estimaciones. También hemos rebajado nuestras estimaciones de beneficios de Songa y a pesar de esto tenemos una TIR esperada superior al 30% que creemos compensa los riesgos actuales. La opinión de SIA es que la moratoria del Golfo durara un año y que el impacto no va a ser tan grave. El precio del petróleo (que nadie menciona ya) ha vuelto a 75/80\$ bbl, lo que es enormemente positivo para la demanda de plataformas, aunque de momento la Bolsa se centra en la oferta y el problema de Macondo. Las cotizaciones deberían recuperar una vez que la fuga se controle (Agosto) y la presión mediática y política baje.

Taylor Wimpey se ha visto afectado por las noticias macroeconómicas (Grecia, España, deuda pública, déficits etc.) debido al alto endeudamiento de UK y la sensación de que el país afronta unos años de duro ajuste que afectaran a la confianza del consumidor y por ende a la compra de viviendas. Taylor Wimpey, y el resto de UK homebuilders, tiene mucha correlación estocástica con el tema macro/ciclo, y aunque en SIA creen que el ciclo UK de vivienda es "único" y diferente, por su déficit estructural de nuevas viviendas: actualmente se construyen menos de 100,000 viviendas nuevas por año y la demanda "estructural" es de unas 250,000 por año. Además, no hay inventarios. Lo que está ocurriendo es que el mercado hipotecario UK despega muy lentamente después de la crisis financiera y esto está limitando un poco las mejoras del sector. Sin embargo, los precios han empezado a subir (ligeramente) y las visitas/cancelaciones han mejorado sustancialmente en 2010. Desde SIA son muy optimistas en este sector que les ofrece unos retornos de 16/18% anual esperado a los precios actuales. Mantienen en cartera Taylor Wimpey pero han vendido Redrow.

Como ya hemos comentado, desde SIA quieren potenciar el proceso de "stock picking" en valores individuales y hacer un esfuerzo por incorporar nuevas ideas. Ramón Alfonso es el Senior Equity Analyst encargado de coordinar todo el proceso.

Están incrementando el peso de valores asiáticos "selectos". Por ejemplo, han comprado Ju Teng, una compañía china que cotiza en Hong Kong y que se dedica al ensamblaje de PCs.

Están mirando Regus (alquiler de oficinas) y les gusta Catalana Occidente, aunque de momento no han entrado.

En España no tienen ninguna posición, salvo una PUT vendida en Santander que vence en un mes). Siguen por tanto sin bancos en cartera (aunque están mirando el sector en profundidad). El 15% de la cartera en financieras sigue en Reaseguradoras de balance pequeño que lo están haciendo muy bien.

Como conclusión, y hablando sobre la pérdida de alpha observada durante los dos últimos meses, Walter nos ofrece dos notas positivas:

- ▶ Los eventos padecidos (catástrofe del Golfo de Méjico, subida de impuestos a las mineras en Australia) **no son recurrentes** y han provocado una **depreciación en los valores más allá de los fundamentales**. Con respecto a la subida de impuestos a las mineras en Australia el nuevo gobierno puede suavizar la medida.
- ▶ Durante los últimos diez días han recuperado algo de alpha.

Rentabilidades de los fondos a 28 de junio de 2010:

FONDOS	28-jun-10	Código ISIN	NAV	Rentabilidades					Ratios Estadísticos							
				MTD	YTD	1 Año	2009	2008	3 Años	Rentabilidad Anualizada	Volatilidad	R. Sharpe	Correlación (°)	Beta (°)	Alfa (°)	Desde
LTIF Classic EUR		LU0244071956	222,79	-2,31%	-2,16%	27,73%	68,86%	-67,35%	-46,38%	9,88%	23,03%	0,34	51,52%	0,66	11,10%	31-dic-01
LTIF Classic II-EUR		LU0423699429	118,31	-2,30%	-3,29%	22,12%	22,34%			16,95%	19,42%	0,77	75,95%	1,10	-9,27%	1-jun-09
LTIF Alpha EUR		LU0244072178	146,77	-2,04%	1,26%	14,89%	39,04%	-42,20%	-17,64%	7,35%	14,26%	0,38	32,82%	0,26	5,87%	31-ene-06
LTIF Alpha II-EUR		LU0423699658	110,05	-2,04%	0,14%	11,15%	9,90%			9,33%	11,02%	0,66	47,18%	0,39	-0,86%	1-jun-09
LTIF Natural Resources EUR		LU0244072335	112,98	-3,04%	-3,83%	32,50%	110,39%	-65,47%	-27,48%	10,03%	37,57%	0,21	62,56%	1,09	10,42%	28-feb-05
MSCI World			89,63	-0,26%	7,79%	28,14%	23,02%	-39,08%	-25,96%	-2,90%	18,08%	-0,27	100,00%	1,00	0,00%	31-dic-01
IBEX 35			9,688,50	3,52%	-18,86%	0,02%	29,84%	-39,43%	-34,63%	1,70%	23,66%	-0,01	69,52%	0,91	4,15%	31-dic-01

Todos los datos sobre rentabilidades están expresados en Euros

La composición de la cartera del fondo Classic es la siguiente (31/05/2010):

MAIN HOLDINGS (34.87 % of total assets)		31 May, 2010		GEOGRAPHIC AREA		INDUSTRY	
Name	% Funds	Country	%	Sector	%		
Quadra FNX Mining Ltd	5.45	USA, Canada	34.53	Industrial Metals	24.58		
Vedanta Resources PLC	4.59	Europe	26.90	Oil & Gas	19.75		
Amin PLC	4.35	Asia, Pacific	20.91	Insurance & Reinsurance	14.54		
Bankers Petroleum Ltd	3.36	Australia	8.82	Consumer Products	8.08		
Pacific Rubiales Energy Corp	3.35	Latam	5.85	Oil Services	6.91		
Steinhoff International Holdings Ltd	2.98	South Africa	2.99	Homebuilding & Real Estate	5.68		
Atlas Iron Ltd	2.89	Total	100 %	Industrial	4.76		
Canadian Natural Resources Ltd	2.68			Coal	4.03		
Taseko Mines Ltd	2.64			Utilities	3.25		
Capstone Mining Corp	2.58			Motorway	3.18		
Total	34.87 %			Healthcare	3.08		
				Telecom / IT	2.16		
				Total	100 %		

LTIF Classic EUR

ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

	MTD	YTD
LTIF Classic EUR	-2,31%	-2,16%
MSCI World	-0,25%	7,78%
IBEX 35	3,52%	-18,86%

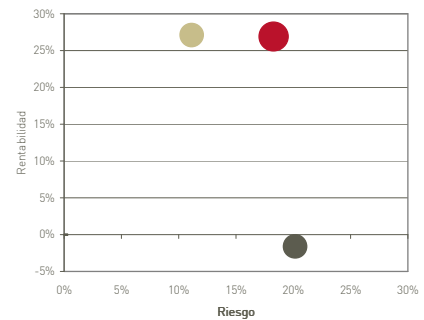
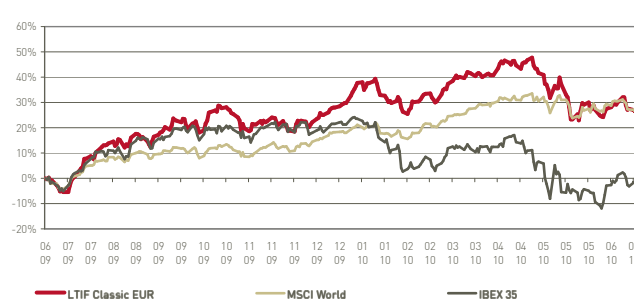
RATIOS ESTADÍSTICOS

29-jun-09 -- 28-jun-10

	Rentabilidad	Volatilidad	R. Sharpe	Correlacion	Beta	Alfa	Mayor Caída	Tracking Error	Information Ratio
LTIF Classic EUR	26,91%	18,3%	1,36				-16,76%		
MSCI World	27,12%	11,14%	2,26	88,23%	1,45	-11,5%	-7,28%	10,37%	2,45%
IBEX 35	-1,6%	20,17%	-0,18	76,41%	0,69	27,4%	-29,07%	13,87%	48,42%

Los cálculos han sido realizados con valores mensuales

Evolución



LTIF Alpha EUR

ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

	MTD	YTD
LTIF Alpha EUR	-2,04%	1,26%
MSCI World	-0,25%	7,78%
IBEX 35	3,52%	-18,86%

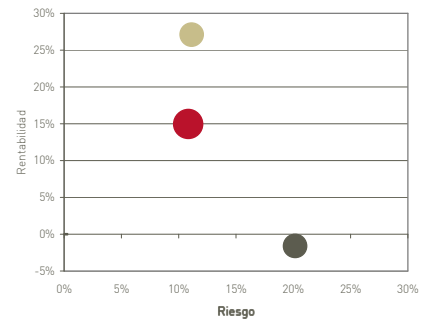
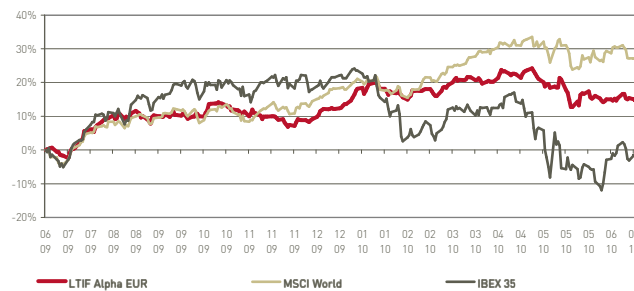
RATIOS ESTADÍSTICOS

29-jun-09 -- 28-jun-10

	Rentabilidad	Volatilidad	R. Sharpe	Correlacion	Beta	Alfa	Mayor Caída	Tracking Error	Information Ratio
LTIF Alpha EUR	14,99%	10,84%	1,2				-9,26%		
MSCI World	27,12%	11,14%	2,26	66,27%	0,65	-3,22%	-7,28%	9,4%	-28,94%
IBEX 35	-1,6%	20,17%	-0,18	49,49%	0,27	13,94%	-29,07%	18,26%	20,5%

Los cálculos han sido realizados con valores mensuales

Evolución



LTIF Natural Resources EUR

ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

	MTD	YTD
LTIF Natural Resources EUR	-3,04%	-3,83%
MSCI World	-0,25%	7,78%
IBEX 35	3,52%	-18,86%

RATIOS ESTADÍSTICOS 29-jun-09 -- 28-jun-10

	Rentabilidad	Volatilidad	R. Sharpe	Correlacion	Beta	Alfa	Mayor Caída	Tracking Error	Information Ratio
LTIF Natural Resources EUR	32,48%	25,16%	1,21				-24,95%		
MSCI World	27,12%	11,14%	2,26	85,83%	1,94	-18,22%	-7,28%	17,29%	10,73%
IBEX 35	-1,6%	20,17%	-0,18	74,8%	0,93	33,84%	-29,07%	17,44%	47,71%

Los cálculos han sido realizados con valores mensuales

Evolución

