

3 de Agosto de 2016

Estimado inversor,

La razón última de escribir una carta a nuestros inversores es ilustrar los resultados obtenidos. En nuestro mundo ideal, esta carta sería cada cinco años, pues es el horizonte mínimo al que nosotros invertimos. Entendemos sin embargo que nuestros co-inversores deben tener la información necesaria para juzgar nuestro trabajo. Con ese espíritu abordamos estas misivas trimestrales.

A continuación presentamos los resultados obtenidos por nuestros fondos. La rentabilidad individual de cada inversor depende del valor liquidativo al que suscribió:

	YTD Enero - Junio (29 Julio)	
azValor Iberia	-1.3%	5.6%
IGBM Total	-12.5%	-7.3%
Diferencia	11.2%	12.9%

	YTD Enero - Junio (29 Julio)	
azValor Internacional	12.5%	19.0%
MSCI Daily Net TR Europe Euro	-7.2%	-4.0%
Diferencia	19.7%	23.0%

azValor Internacional	12.5%	19.0%
MSCI World	-2.8%	0.6%
Diferencia	15.2%	18.4%

Respecto a nuestra anterior carta trimestral, azValor Iberia incrementa aún más la diferencia con los índices a cierre de Semestre (30 de Junio). En el caso de azValor Internacional, la tendencia es la misma: tenemos más rentabilidad absoluta, y más diferencia con nuestros índices relevantes. A la última fecha disponible (29 de Julio), las diferencias con los índices de referencia son muy abultadas, especialmente en el caso internacional (más de un 22% por encima del índice en EUROS).

Las Carteras

En nuestras últimas dos cartas creímos necesario ofrecer un desglose de nuestras inversiones y sus motivaciones, porque:

1. sin serlo "del todo", somos una firma "nueva en esta plaza" y una carta suele ser una oportunidad para que los clientes conozcan mejor lo que hacemos.
2. Algunas de nuestras inversiones en materias primas recibieron todo tipo de críticas que convenía tratar de refutar, para intentar "contagiar" al cliente nuestra confianza en ellas.

Hoy sin embargo estamos convencidos de que la mejor forma de proteger los intereses de nuestros partícipes es NO DESVELANDO demasiado qué acciones

estamos comprando y vendiendo (desgraciadamente, tenemos que publicar la cartera completa por ley al final de cada trimestre, y nos consta que mucha gente la mira para copiar ideas)

- a) Baste decir que **azValor Internacional** está compuesto por compañías con un ROCE del 28% y que cotizan a menos de 7x nuestras estimaciones de beneficios para 2017. El potencial, a pesar de la subida experimentada este año, es aún significativo. El nivel de liquidez a cierre de trimestre (sobre el 16%) tiene fecha de caducidad en cuanto más compañías lleguen al precio marcado para comprarlas. Si no llegaran, no forzaremos inversiones que no nos convenzan. Mantenemos a día de hoy sobre un 20% de exposición a compañías ligadas a las materias primas; otro 20% adicional está invertido en lo que denominamos "cíclicos con dueño" (el mejor ejemplo sería BMW). Y el resto en negocios de ROCE más alto, con barreras de entrada significativas y potencial de crecimiento a largo plazo.

- b) En el caso de **azValor Iberia**, el ROCE medio es del 16% y las inversiones cotizan a 11x los beneficios esperados para 2017. El potencial es atractivo. A cierre de trimestre mantenemos sobre un 11% de liquidez.

Aunque 1. los ROCEs de la cartera Ibérica son peores, 2. tiene un PER más caro, y 3. seguro que no han pasado por alto el matiz entre "significativo" y "atractivo", cuando hablamos de su potencial, nos gustaría añadir algo que es clave: **el grado de confianza en las estimaciones de cada uno**. En el caso de azValor Iberia, las compañías que forman el fondo son muy "viejas" conocidas nuestras, y creo que el margen de error es menor que casi con cualquier compañía extranjera. Por eso tanto Fernando como yo tenemos una muy importante exposición a nuestra cartera ibérica, a pesar de que sus ratios son algo menos atractivos que los de la internacional.

El entorno

Lo que acabará moviendo los mercados a futuro HOY no se conoce. Por eso comentar aquello que todo el mundo comenta no añade demasiado valor. Como algunos clientes lo valoran y piden, y esto sí que podemos darlo sin riesgo para ellos (no como la cartera en tiempo real), allá van nuestras opiniones sobre los "temas del momento":

a/ Brexit: Desconocemos el impacto futuro que tendrá en la economía inglesa. Donde seguro que sí creemos que impactará es en la Europea:

- 1. Ya tenemos un vecino que nos va a hacer la competencia fiscal. A los que apuesten contra los ingleses y a favor de Europa, les deseamos buena suerte en el viaje; nosotros esta vez nos quedamos en puerto.

2. Sin ingleses en la "mesa" Europea, hay más riesgo de proliferación de burocracia/socialismo. También sube la probabilidad de que algún país muy endeudado sucumba a la tentación de devaluar su moneda para cumplir promesas populistas. La inversión en divisas no es nuestro fuerte, pero con esas probabilidades en la mesa, no apostaríamos muy en contra de la libra ni muy a favor del Euro...

b/ Mercados: Como siempre, no tenemos ni idea de lo que hará la bolsa a corto plazo. Vemos algunos aspectos interesantes no obstante:

1. Asistimos a una de las mayores **dispersiones en valoración** de la historia, parecida a la que se produjo en la burbuja puntocom. Así, a pesar de que la bolsa americana no está barata, sigue habiendo oportunidades de inversión a precios razonables.

Un ejemplo: Tesla, que hace coches, vale US 30bln y no gana dinero. Hyundai, que hace coches, es gratis en bolsa. Algunos tratarán de complicar este enunciado, argumentando que Tesla se hará con el dominio del mercado futuro de baterías para coches eléctricos (Tesla vendió 50 mil coches en 2015 y perdió casi 900 millones de USD); y que Hyundai es una empresa trasnochada que va en declive (Hyundai vende casi 6mn de coches en todo el mundo y en 2015 ganó 4mil millones de USD)... ¡Hagan juego señores!

2. Empezamos a atisbar **los primeros agujeros en la quilla del gran plan Keynesiano de la Banca Central**.
 - a. A pesar de dosis y más dosis de QE, las economías no se recuperan. En USA y Japón, que son países ricos, la gente aguanta (de momento!). Veremos en otros. Ya hay fecha para el espectáculo en Italia este año (referéndum de Octubre); y en 2017 salta Francia al escenario. Los problemas económicos generan problemas políticos. **Los problemas políticos generan soluciones "políticas" cargadas de buenas intenciones, que sin embargo suelen conseguir exactamente lo contrario de lo que ambicionan.** Si creen que esto es una película de miedo, pongan en su buscador Marine Le Pen, Donald Trump o el Movimiento Cinco Estrellas en Italia y consulten los programas electorales.
 - b. Nosotros no perdemos el tiempo en tratar de predecir lo que no es predecible, pero sí que sabemos que **el QE no funciona, y que las alternativas que se barajan (más QE, Helicopter Money), tampoco.** Continuar estas políticas quitará crecimiento económico, aunque a corto plazo "ayude" a los políticos porque POSPONE la solución de los problemas. Sin embargo, el tiempo prestado no

es eterno, cada vez el problema se hace más grande, y hay que tomar medidas cada vez más salvajes para conseguir efectos cada vez menores.

3. El mundo no sólo lo forman USA, UK, Europa, Australia y Japón... En los países emergentes se trabaja más, se ha prometido menos a la población (pensiones/Seguridad Social), la demografía es más favorable, y más tarde o más temprano acaban accediendo a casi todos los "gadgets" del primer mundo que generan incrementos de productividad. Tenemos muchas compañías domiciliadas en el primer mundo, que van a ayudar/se van a beneficiar al/del predecible incremento del bienestar en el mundo emergente.

Novedades en azValor

En nuestras oficinas se mantiene la electricidad ilusionante del principio.

En el departamento de análisis, seguimos trabajando "a tope": Carmen Pérez, Iván Chvedine, Juan Huerta, Juan Cantús y Jorge Cruz podrían ser aún más listos o tener aún más experiencia, pero me resulta difícil de creer que pudieran trabajar más. Fernando y yo tratamos de seguirles el ritmo a todos ellos, muchas veces "con la lengua fuera" (también nosotros podíamos ser más listos o llevar 40 años de experiencia, pero somos lo que somos y llevamos unos 20 cada uno nada más). Mingkun Chan desde China no nos desmerece a ninguno de nosotros 7. Somos ocho personas trabajando (¿demasiado?), entusiasmados por encontrar valor. Sin ese entusiasmo, la teoría del valor se puede "contar" pero resulta imposible de "aplicar", porque requiere demasiado esfuerzo para el que no está apasionado por ella.

En el departamento comercial, Andrea Barbaranelli, Carlos Romero, Santi Cortezo, y su equipo de soporte, todos ellos capitaneados por Beltrán Parages, han atendido las miles de llamadas y cientos de visitas de clientes, que ya suman más de 6,500. Ellos son los encargados de explicar que las acciones no siempre suben y que cuando caen es cuando NO hay que vender; con esta labor consiguen clientes cada vez más confiados y pacientes: sin ellos, sencillamente, NO podríamos invertir a tan largo plazo como lo hacemos. Gestionamos a día de hoy EUR 850mn en mandatos institucionales/SICAVs y EUR 1,024mn en fondos de inversión.

El equipo liderado por Sergio Fernández-Pacheco (**Administración y back-office**) ha logrado cumplir un término en el que ni yo mismo creía: lanzar los fondos de pensiones antes del verano (Sergio no definió si se refería al comienzo o al final del verano... en cualquier momento, inos lo quita Janet Yellen!). Gracias al trabajo de todos ellos, hoy en día ya están disponibles dos fondos de pensiones, uno 100% renta variable global (azValor Global Value) y otro más conservador que invierte sólo el 50% en renta variable (azValor Consolidación).

Con esto nos despedimos, agradeciéndoles la confianza depositada en nuestra gestión y el apoyo que nos han mostrado en todo momento. Queremos agradecer especialmente las numerosísimas felicitaciones y muestras de afecto recibidas de muchos de ustedes por el rendimiento de los fondos. Seguiremos trabajando con ilusión y disciplina, confiados en que es la mejor forma de no decepcionarles a largo plazo.

El equipo comercial, liderado por Beltrán Parages, estará encantado de responder a cualquier pregunta que quieran hacernos.

Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

Consejero Delegado y Director de Inversiones