

2 de Mayo 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:

	1 <sup>er</sup> Trim.	Acum. Año*		1 <sup>er</sup> Trim.	Acum. Año*
<b>azValor Iberia FI</b>	-0,3%	4,3%			
IGBMT 85% / PSI20 TR 15%	-7,7%	-4,2%			
Rent. Vs. Índice	7,5%	8,5%			
<b>azValor Internacional FI</b>	7,4%	12,9%	<b>azValor Internacional FI</b>	7,4%	12,9%
MSCI Daily Net TR Europe Euro	-7,1%	-5,3%	MSCI World	-0,9%	0,5%
Rent. Vs. Índice	14,5%	18,2%	Rent. Vs. Índice	8,3%	12,4%

\*29/04/2016

Respecto a nuestra anterior carta trimestral, azValor Iberia incrementa la diferencia respecto al índice hasta los más de 8 puntos porcentuales en lo que va de año. En el caso de azValor Internacional, la recuperación ha sido más pronunciada: hemos pasado de perder un 2% frente al índice a final de Enero a sacarle más de un 12% a final de Abril (MSCI World).

## Cartera Internacional

Una buena parte de nuestra cartera **ha tenido en apenas tres meses rentabilidades que esperábamos en 5 años**. Como siempre en estos casos, cuando el mercado reconoce el valor, aprovechamos para reducir posiciones, en algunos casos del todo. La exposición a commodities se ha reducido aproximadamente a la mitad.

Compañía	Precio a 25 de Enero	Precio a 2 de Mayo	Variación	Peso a 25 de Enero	Peso a 2 de Mayo
First Quantum	2,5	10,6	326%	0,5%	0,3%
Anglo American	2,3	7,6	238%	1,2%	0,5%
Consol Energy	5,7	15,4	169%	0,9%	0,7%
Royal Gold	27,3	61,6	126%	2,8%	1,0%
Amplats	186,5	411,2	120%	1,8%	0,0%
Range Resources	24,9	43,5	75%	4,6%	0,0%
Wesco	36,5	59,5	63%	1,5%	0,1%
Rio Tinto	16,1	23	43%	4,0%	2,4%
Antofagasta	3,6	4,8	33%	6,5%	1,9%

Hay otra parte de la cartera que no se ha comportado bien. De nuevo, lo que solemos hacer en estos casos es reforzar la posición, si nada ha cambiado en la tesis de inversión. Marie Brizzard o Financière de l'Odette son dos ejemplos de ello. También hemos incorporado más de 15 compañías nuevas (Zodiac, Devon, Cabot oil&gas, Weir, Panalpina, Richemont, etc...). Se trata en general de negocios buenos con balances sanos que por alguna razón (en nuestra opinión, pasajera) han sido castigados en bolsa. Preferimos no dar mucha más información de éstas para evitar el posible perjuicio a nuestra operativa de trading.

## Cartera Ibérica

Quizás lo más llamativo sea la venta de la posición en **Arcelor Mittal**. La razón fue triple: sus acciones subieron más de un 50%, su precio objetivo se redujo más de un 25% como resultado de la ampliación de capital, y algunas alternativas de inversión cayeron un 25% en ese periodo. Todo ello la convertía en mucho menos atractiva frente a otras posibles oportunidades. Estas son las principales:

- **Técnicas Reunidas:** Tras el profit warning realizado por la compañía a mediados de Febrero, incrementamos sustancialmente la posición, a un precio que valora los beneficios recurrentes estimados por nosotros en menos de 7x. Ese nivel de precio, la fortaleza del balance, y unos gestores-dueños que admiramos especialmente, nos dan la comodidad necesaria para acompañarles en este tramo más duro del viaje.
- **Mapfre:** Hemos elevado notablemente el peso, a un precio que valora en cero la mayor parte de su negocio internacional. No pensamos que la asimilación de los problemas de la banca sea extensible "automáticamente" a Mapfre, ni que el negocio de Vida sea de alto riesgo, al estar casados los activos y pasivos. Si bien es cierto que algunas exposiciones típicas de las aseguradoras podrían suponer un reto en caso de crisis financiera (caídas masivas en los bonos y resto de mercados), Mapfre no estaría peor que otras, y sin embargo cotiza con un altísimo descuento frente a ellas.

## Atractivo actual de nuestras inversiones

Entre el verano de 1998 y Marzo del año 2000 había una parte del mercado (las "puntocom") cotizando a múltiplos estratosféricos, mientras la mayoría de las empresas de la "vieja economía" languidecían, cotizando a múltiplos de un dígito. La mayoría de los que invirtieron en puntocom lo perdieron todo en un par de años, mientras que el resto de la bolsa no lo hizo mal. Vemos paralelismos (sin exagerar tampoco!) con ese periodo hoy:

- Los bonos son una burbuja en nuestra opinión, cotizando con TIR negativa muchos de ellos, y creemos que serán fuente de pérdidas para sus titulares actuales
- Todo lo que sea un "sustituto" de bono (acciones estables, defensivas) ha tenido algo de presión compradora artificial desde que se lanzaron los QEs hace ya varios años. También estas acciones nos dan miedo.
- Sin embargo, aún encontramos acciones baratas, y **algunos casos puntuales de inexplicable infravaloración**. Por ejemplo, las acciones preferentes de Hyundai valoran la compañía en 26 trln KRW, y sólo la caja neta y las inversiones no afectas al negocio suman 29 trln KRW= nos "pagan" 3 trln KRW (sobre 3bln USD!) por ser dueños de una empresa que produce 5 millones de coches con un margen de ebit del 7%.

En esta dicotomía de valoraciones entre activos financieros es donde vemos el paralelismo con la época de la burbuja puntocom. Entonces, la mejor estrategia a posteriori hubiera sido huir de las acciones caras, refugiándose en las baratas (los índices cayeron y estas inversiones se revalorizaron). **Nuestra recomendación**, como siempre, es **estar invertidos**.

Varios inversores nos preguntan en qué porcentaje deben hacerlo. Nuestro consejo: **aquella cantidad que, a la luz de la situación personal de cada uno, no se vaya a necesitar en los próximos 4-5 años. Sólo así se podrá evitar la tentación de vender en medio de una eventual caída fuerte de los mercados.**

azValor Iberia tiene negocios con un ROCE medio del 17% que valen un 50% más; este potencial sube al 70% en el caso de azValor Internacional, con un ROCE medio del 29%. Además, ambos fondos tienen una amplia posición de liquidez, tras las ventas realizadas con la subida de las commodities, destinada a una lista de empresas muy interesantes, en fase final de estudio. Nuestra cartera modelo sigue teniendo una exposición de *80% azValor Internacional y 20% azValor Iberia*.

## Novedades en azValor

En azValor sigue la actividad frenética:

**En el departamento de análisis**, desde el 1 de Febrero hemos tenido 330 reuniones/conferencias con empresas, competidores, proveedores o expertos sectoriales. El resultado es una lista de nuevas inversiones y un grado de avance muy interesante en otras tantas.

**En el departamento de relación con inversores**, se han atendido las llamadas y visitas de inversores, que ya suman más de 3,500. Gestionamos a día de hoy 851 millones en mandatos institucionales y 639 millones en fondos de inversión.

Las personas que integran **la Administración, el back-office y la mesa de trading** siguen respondiendo de forma magnífica al trabajo, fruto de lo cual hemos podido por fin reducir el importe mínimo para invertir en nuestros fondos: ya se puede ser partícipe desde los 5,000€. Esperamos en breve poder anunciar que disponemos de un vehículo para gestionar fondos de pensiones, aunque la fecha es aún incierta.

Con esto nos despedimos, agradeciéndoles la confianza depositada en nuestra gestión y el apoyo que nos han mostrado en todo momento. El equipo de relación con inversores, liderado por Beltrán Parages, estará encantado de responder a cualquier pregunta que quieran hacernos.



Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

Director de Inversiones