

8 de Febrero de 2018

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:

	ene-dic
azValor Internacional FI	3,3%
MSCI Daily Net TR Europe Euro**	10,2%
Rent. Vs Índice	-6,9%

**Incluye dividendos

	ene-dic
azValor Iberia FI	19,0%
85% IGBMT** /15% PSI 20 TR	13,2%
Rent. Vs Índice	5,8%

**Incluye dividendos

Cartera Ibérica

En 2017 la cartera ibérica tuvo un comportamiento absoluto razonablemente bueno, con una subida del 19%; a nivel relativo, la evolución también es satisfactoria, superando en casi 6 puntos porcentuales la rentabilidad de su índice de referencia. Desde su lanzamiento, azValor Iberia acumula una revalorización del 36% en dos años, frente al 10% registrado por el índice. Aunque satisfechos por esta evolución, somos conscientes de que pertenece ya al pasado.

El **"hoy"** de nuestra cartera ibérica son la calidad de las compañías que la forman y los precios pagados por ellas. En ambos casos somos optimistas: los participes del fondo somos dueños de 27 empresas relevantes en sus sectores de actividad, en general bien gestionadas por sus responsables, y, lo más importante, compradas a precios atractivos. En general esta combinación permite albergar un cierto optimismo respecto a las rentabilidades futuras.

El **"mañana"** de la cartera dependerá de nuestra capacidad para seguir encontrando oportunidades y de la volatilidad del mercado; *en este sentido, cuanto más*, mejor. La razón es sencilla: si creemos que hacemos un buen trabajo valorando negocios, cuanto más fluctúen sus precios, más provecho podremos sacar.

El valor estimado a futuro para nuestra cartera ronda los 200 EUR por participación, lo que sugiere un potencial del 45%. Este dato no indica cuanto vamos a subir o bajar este año. Tan solo el grado de atractivo/solidez de la cartera: cuanto más potencial de cartera, menos riesgo hay, y más posibilidades de ganar. Aunque desconocemos si este potencial

cristalizará en un año o en cinco, creemos que la rentabilidad resultará atractiva en absoluto, y muy atractiva comparada con la casi nula que ofrece hoy la renta fija.

A continuación, Fernando Bernad expondrá un ejemplo de inversión del fondo ibérico. La idea es ilustrar el exigente proceso de análisis que realizamos en cada una de nuestras inversiones.

Ejemplo de inversión: MOTA ENGIL

Invertimos en Mota Engil a finales de 2015 y principios del 2016; en ese momento acumulaba una caída de más del 70% desde los anteriores máximos alcanzados a mediados del 2014. Los agentes del mercado (analistas, brokers, etc.) "veían" una compañía "rota", sufriendo por su exposición indirecta al desplome de las materias primas en sus negocios de construcción en zonas "tan de riesgo" como África y América Latina; además, su balance frágil (elevado endeudamiento) entrañaba un riesgo potencial de quiebra. "Mejor ni tocar" era la doctrina imperante en el mercado.

Mota es una compañía que conocemos desde hace casi 10 años y, por tanto, sabemos de la calidad de su posición competitiva y la reputación de la familia Mota y su equipo de gestión. Por otro lado, la aparente situación de alto endeudamiento no era tan precaria si se tenía en cuenta la gran cantidad de activos no estratégicos propiedad de la compañía, algunos de los cuales tenían mucho valor a pesar de no contribuir de manera significativa a los resultados del grupo. Todo lo anterior, además, se apoyaba en nuestra visión, de la insostenibilidad a largo plazo de los precios de las materias primas de principios del 2016; y, por tanto, en nuestra convicción de que vendría una fuerte recuperación cíclica.

Pudiera parecer que la combinación de esto junto con la fortísima caída del precio de la acción era un "cocktail" más que suficiente para invertir en Mota Engil con una cantidad significativa.

Sin embargo, fieles a nuestro riguroso proceso, pusimos en marcha un trabajo de análisis desde el principio y lo llevamos hasta sus "últimas consecuencias" lo que nos llevó, finalmente, a convertirla en una de nuestras principales convicciones de la cartera ibérica. Sin ánimo de ser exhaustivo, estos fueron los principales puntos del proceso de due diligence:

- Nos entrevistamos con expertos del sector de construcción en Portugal, Polonia, México y España que hubieran tratado con Mota como (ex) empleados, competencia o clientes para tener una opinión experta y desinteresada sobre la cultura corporativa, en especial sobre su prudencia en el cálculo de los riesgos de construcción y de contingencias a la hora de confeccionar ofertas, así como una opinión sobre la calidad en la ejecución de las obras.
- Nos entrevistamos con (ex) empleados de la compañía que hubieran tenido capacidades ejecutivas en funciones de contabilidad/finanzas para comprobar la prudencia de sus criterios contables, aspecto clave a la hora de juzgar la "calidad" de los beneficios reportados en un sector como el de la construcción.

- Nos entrevistamos con expertos del sector financiero portugués para conocer la visión y percepción de los principales financiadores de la compañía sobre su solvencia y calidad de sus activos y colaterales.
- Realizamos un profundo análisis "forense" de sus cuentas con especial énfasis en entender la evolución de las partidas de producción no facturada, facturas vencidas no cobradas, movimientos de deuda y de capital entre sus distintas filiales y la situación de balance y rentabilidad de los activos no estratégicos que no formaban parte del grupo consolidado. Análisis que de hecho no ha realizado ninguno de los analistas "sell-side" que la cubren.
- Viajamos en varias ocasiones a Portugal para conocer y entrevistarnos con los siguientes directivos de la compañía:
 - Antonio Mota, Presidente y fundador de la compañía.
 - Gonsalo Moura Martins, CEO y Presidente de Mota África
 - Jose Pedro Freitas, CFO
 - Joao Parreira, CEO América Latina
 - Carlos Mota Santos, Presidente de Europa y Latam
 - Manuel Mota, CEO África
 - Joao Vermelho, Responsable de Relación con Inversores
 - Maria Borrega, Director de Relación con Inversores

Desde el 2015 la compañía ha vendido a valoraciones muy atractivas una serie de activos no estratégicos como las compañías concesionarias de puertos, la de tratamiento y distribución municipal de aguas y otras concesionarias de autopistas en Portugal, lo que ha permitido reducir el endeudamiento de forma importante. Al mismo tiempo, la cartera de pedidos de su negocio de construcción en África, Portugal y Polonia ha crecido hasta lograr niveles récord.

Mota Engil es una inversión que refleja bien nuestro proceso y filosofía; a fecha de hoy, ha contribuido con una gran rentabilidad a la cartera ibérica: habiéndola comprado alrededor de 1,68 euros por acción, tuvo un peso cercano al 5% de la cartera y actualmente cotiza a 4 euros por acción.

Cartera Internacional

Nuestra cartera subió un 3% en 2017 en EUROS, un comportamiento notablemente inferior al de su índice de referencia. Si el final de 2015 y principios de 2016 fue un tiempo de siembra, el resto del año 2016 fue de cosecha. Creemos que 2017 ha sido de nuevo un año de siembra, y confiamos en que la cosecha llegara con el tiempo. Esa es en nuestra opinión la esencia de la inversión: periodos de siembra y periodos de cosecha; esfuerzo y sudor en el primero, y los frutos después.

Nuestra cartera no se parece a los índices, y la forman negocios que cotizan a una fracción de los precios de hace 6 o 7 años, frente a un mercado de acciones en máximos históricos

tras multiplicar por 4 en los últimos 10 años. Los negocios de los que somos dueños tienen perspectivas favorables para los próximos años. Sus balances están por lo general sanos, una condición clave para evitar grandes disgustos como quiebras o suspensiones de pago. Son negocios por los que un comprador interesado en adquirir el 100% pagaría sustancialmente más de lo que hoy reflejan las cotizaciones.

Como explicamos en nuestras cartas anteriores ([4T 2015](#), [4T 2016](#), [3T 2017](#)), en alguna ocasión puntual nos equivocaremos. Pero nuestras valoraciones están soportadas, en cada una de las compañías en cartera, por un análisis exhaustivo de su historia, un examen casi forense de su contabilidad, visitas a competidores, clientes y proveedores; y en todos los casos, una visita presencial a la sede central o al enclave de sus principales activos.

Esto nos ha llevado a visitar en Perú las minas de Buenaventura, en Canadá las de uranio de Cameco, las de oro de New Gold, también en Canadá, así como las de Mandalay en Suecia o incluso las de Teranga en Senegal. En el frío de Pittsburgh, a 14 grados bajo cero, acudimos Jorge, Fernando y yo a compartir dos días con los ejecutivos principales de CNX Ressources y de Consol Energy. Y así con toda la cartera.

Nuestra idea central es asumir riesgos que se pueden medir, en lugar de "medir los riesgos que asumimos". La diferencia es colosal. Cada compañía tiene sus varios cientos de horas de análisis, y cada posición es fruto de un riguroso y disciplinado proceso de inversión, informado siempre por el valor, el precio, la calidad de la compañía y el rango de alternativas existentes.

Con todo ello, reiteramos la idea ya comunicada anteriormente en otras sedes: confiamos en que habrá un periodo de recogida de esta siembra y creemos que la cosecha será abundante a medio-largo plazo (azValor Internacional tiene un potencial del 100%). No obstante, a corto plazo puede pasar cualquier cosa: tanto una subida en vertical "contra mercado", como la vivida en 2016 (+45% en apenas 4 meses en un mercado plano), como severas caídas. Estas caídas, si llegaran, tienen hoy mayor probabilidad de generar pánicos en los mercados, porque el posicionamiento general en índices es extremo en la actualidad ([1T](#), [2T](#), [3T 2017](#)). No seríamos honestos si no avisamos e insistimos en esto.

Por eso, a ustedes, nuestros co-inversores, les pedimos la paciencia que han mostrado en otras ocasiones de "siembra": sin esa paciencia, nuestro esfuerzo por "cosechar" sencillamente no puede funcionar. Tanto Fernando como yo tenemos la inmensa mayoría de nuestras inversiones financieras en los fondos de azValor; esto nos parece la mejor manera de alinear intereses con nuestros participes, y no es algo común en el sector. Si ustedes sufren, casi con seguridad nosotros sufriremos más; si los ejecutivos de Lehman Brothers hubieran tenido una alineación similar, me atrevo a aventurar que no hubieran cometido una mínima fracción de los excesos que acabaron por quebrar el banco hace 10 años.

Finalmente, pese a un año 2017 de baja rentabilidad en euros, nos "consolamos" pensando que en USD este año azValor Internacional ha subido un 17%. Este consuelo tiene algo de "trampa": nosotros y nuestros co-participes vivimos y gastamos en euros al fin y al cabo; sin embargo, nuestra rentabilidad en USD compara muy bien con la de las gestoras de valor americanas que consideramos competencia y que admiramos por su larga

trayectoria de rentabilidad. Rogamos disculpen este gesto de auto-indulgencia, fruto solo de nuestra débil naturaleza humana (que parece necesitar comprobar que no lo ha hecho tan mal!).

Al igual que para la cartera Ibérica, Fernando nos dará otro ejemplo de inversión que ilustre nuestro proceso.

Ejemplo de inversión: SHUTTERFLY

Shutterfly ostenta una tremenda posición de liderazgo, con una cuota de mercado que supera en 9 veces la del siguiente competidor; tiene un fuerte reconocimiento de marca, y una escala en las operaciones que le confieren una sólida ventaja competitiva frente a sus rivales. A pesar de dichas virtudes, su debilidad era un equipo directivo embarcado en una agresiva e incoherente política de adquisiciones, y una estructura de incentivos extravagante donde el accionista no era la prioridad. Esto provocó que el precio de la acción languideciera sin "ir a ninguna parte" desde el año 2011, oscilando en un rango entre los 40\$ y 50\$ por acción, en unas bolsas que habían multiplicado por más de tres su valor.

Cuando a finales de 2015, gracias a las actuaciones de un accionista activista, se anunció la marcha del Consejero Delegado, decidimos lanzar un proceso de análisis a fondo de las fortalezas y debilidades de su negocio y de las actuaciones que debía llevar a cabo para "enderezar el rumbo". Como parte de dicho proceso nos entrevistamos con expertos de la industria incluyendo ex directivos de las principales compañías adquiridas por la compañía, directivos de empresas rivales, directivos de empresas clientes del segmento "business", e incluso directivos de empresas similares, pero no directamente rivales, como los principales *players* en Europa, mercado geográfico donde Shutterfly no competía. En marzo de 2016 se anunció el nombramiento de un nuevo Consejero Delegado, quien había sido el líder de Amazon UK durante 10 años, dejando una trayectoria sobresaliente. Enseguida nos reunimos con el nuevo directivo, además de viajar a Minneapolis para ver las instalaciones productivas. Tras comprobar que el diagnóstico y estrategia del nuevo Consejero Delegado coincidía exactamente con las conclusiones de nuestro análisis y entrevistas con expertos del sector, decidimos incrementar nuestra inversión en Shutterfly hasta una posición significativa de la cartera internacional a precios de alrededor de 48\$ por acción. Estábamos ante una compañía líder, sin deuda, y por fin con un equipo serio al frente. Y un precio barato por razones que creíamos asumibles.

Desde entonces la compañía redujo marcas, costes, impulsó la estrategia y arquitectura móvil y rediseño el sistema de incentivos. El mercado ha reconocido la mejora de la compañía con el anuncio de los resultados del importantísimo cuarto trimestre (donde se genera el 100% de los beneficios del año) elevando en un 40% la cotización. Cumplida nuestra tesis, procedimos a vender la totalidad de las acciones, en el entorno de 70 USD por acción.

Novedades en azValor

Como en ediciones anteriores, en esta carta-resumen del año queremos que cada uno de los socios fundadores tenga la oportunidad de dirigirse a nuestros co-inversores para explicar los asuntos más relevantes de sus áreas respectivas.

Sergio Fernández-Pacheco (Socio fundador, CFO y responsable de Regulación de azValor)

La transposición en España de la normativa MIFID II ha tenido impacto en algunos procesos internos de azValor, así como en la necesidad de certificar a los empleados que tienen diálogo financiero con nuestros co-inversores y en la elaboración de información adicional que hay que facilitar a los mismos antes de la contratación de las operaciones. Desde azValor compartimos el objetivo de este nuevo marco regulatorio centrado en mejorar la transparencia y la protección del inversor y en este sentido, desde el 3 de enero 2018, fecha de su entrada en vigor, estamos ya adaptados a sus nuevos requerimientos.

Cerramos el ejercicio 2017 con más de 17.000 operaciones procesadas y tan solo 3 incidencias que hayan supuesto algún tipo de reclamación ante el Servicio de Atención al Cliente (menos de un 0,02% de las operaciones tramitadas). Seguiremos trabajando durante este ejercicio para robustecer aún más los procesos y los controles de calidad de nuestra plataforma operativa y mejorar la información disponible en la zona privada de nuestra página web.

Beltrán Parages (Socio fundador y responsable de Relación con Inversores)

En el año 2017, un total de 5.000 nuevos partícipes han invertido los fondos de inversión y pensiones que gestionamos, y hoy ya somos 17.000. A todos nuestro agradecimiento y bienvenida. A ellos hay que sumar, además, más de 7.000 nuevas aportaciones de inversores ya existentes.

Aunque nos halaga el incremento de partícipes, queremos subrayar que lo verdaderamente importante es sembrar en todos nuestros co-inversores la perspectiva del largo plazo. Esto pasa por mantener (o incrementar) las aportaciones en momentos adversos de mercado. Es en esas circunstancias, cuando más interesante resulta invertir. En 2017, hemos vivido momentos en los mercados que nos han puesto a prueba y los números anteriores hablan por sí mismos de la solidez de nuestra base de inversores. ¡Gracias a todos!

El total de activos de fondos de renta variable gestionados por la compañía ha crecido en 267M€, de los que 190M€ provienen de nuevas aportaciones de capital de los inversores y 77M€ del incremento de valor de las carteras por el efecto mercado. Especial relevancia tiene nuestra Sicav luxemburguesa, con un crecimiento de 117M€ en el año, siendo el origen de este capital, en su mayor parte, inversores internacionales y/o institucionales (se trata de perfiles muy cualificados y conocedores de nuestra filosofía).

La comunicación directa con los partícipes es vital para nosotros. Por ello, dedicamos a esta labor especiales recursos y esfuerzos, en concreto, un equipo formado por 14 profesionales apasionados ante la oportunidad de hablar cara a cara con los inversores.

transmitirles nuestra filosofía de negocio, nuestros valores, y todo ello garantizando que quien invierte lo haga por los motivos correctos. Esto a veces nos lleva a recomendar no invertir a quienes necesitan el dinero en menos de 3-4 años, una práctica poco común en el sector.

En el año 2017 hemos celebrado más de 500 reuniones presenciales en nuestras oficinas con inversores y potenciales partícipes, así como otras 1.200 reuniones con inversores fuera de la oficina. Y nuestro centro de atención telefónica ha gestionado más de 10.700 llamadas para resolver dudas y necesidades de nuestros partícipes.

Más allá de lo presencial, también hemos creado azValor You con el ánimo de compartir lo que hacemos y cómo lo hacemos con quien es, o puede ser, co-inversor de nuestros fondos. En sólo cuatro meses hemos tenido cerca de 28.000 visualizaciones de los más de 40 videos que están disponibles en nuestro canal de YouTube donde ya superamos los 1.500 seguidores, algo que confirma lo necesario de la iniciativa. De igual forma, y con ese mismo espíritu de transparencia, nos abrimos a las redes sociales como un mecanismo más de comunicación, participando en Twitter y en LinkedIn, con los asuntos que creemos pueden ayudar a mejorar el conocimiento de nuestra filosofía y fomentar la inversión de largo plazo entre nuestros partícipes. La comunicación, el dialogo directo y la transparencia, compartiendo lo que hacemos con nuestros "socios" co-inversores, se ha convertido en un pilar fundamental de nuestra compañía que, como ha quedado demostrado, genera valor para todos.

Equipo de análisis

En 2017 nuestros 6 analistas han seguido mejorando y la ayuda que nos han prestado a Fernando y a mí ha sido de un valor incalculable. Piensen en ellos como trabajadores infatigables de la viña de azValor: en posición de vigilancia permanente ante los sucesos con impacto potencial en las compañías; también custodios celosos de nuestros exigentes modelos financieros; y artesanos que cada trimestre, con las publicaciones de resultados, ajustan las piezas del complicado puzzle inversor con la llegada de nueva información. Alguno de ellos ya empieza, además, a sugerir posibles ideas de inversión. Creemos en este sentido que el paso del tiempo no va sino a reforzar este equipo, elevando las cotas a las que puede aspirar. Desde aquí un sentido agradecimiento a todos y cada uno de ellos.

Con la apertura de nuestra oficina en Londres a finales del año pasado, estamos convencidos de que azValor da un paso de gigante; por un lado, porque desde allí podremos visitar muchas más compañías, incrementando sustancialmente la probabilidad de encontrar "perlas de inversión"; y por otro, porque la persona que se une a nosotros como director de la oficina, Michael Alsalem, ha demostrado sobradamente ser un inversor extraordinario.

daValor

daValor, el proyecto solidario de azValor, cierra 2017 cumpliendo un sueño que parecía imposible cuando hace solo unos meses, en Septiembre, lanzábamos públicamente esta iniciativa: hemos superado el millón de euros de aportaciones en menos de tres meses!!!

En nuestras próximas conferencias de Madrid y Barcelona, José María Márquez, responsable de África Directo y encargado de asignar estos fondos, contará brevemente cómo se van a emplear. Y en nuestra página web iremos subiendo toda la información relevante para entender cómo y quienes se beneficiarán de la generosidad de nuestros co-inversores.

Con esto nos despedimos, esperando tener la ocasión de saludarles en persona en nuestras próximas conferencias de Madrid y Barcelona. Para cualquier cuestión pueden dirigirse a nuestro equipo de Relación con Inversores liderado por Beltrán Parages.



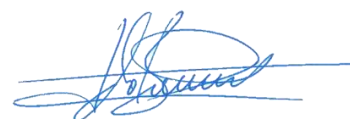
Sergio Fernández-Pacheco



Beltrán Parages



Álvaro Guzmán de Lázaro



Fernando Bernad

Anexo sobre la situación actual de los mercados

Ante las caídas registradas en los últimos días en los mercados internacionales, desde azValor queremos señalar que no se trata de algo totalmente anormal. De hecho, en nuestras últimas cinco cartas trimestrales ya advertimos que los índices bursátiles estaban caros. Por ello nos pusimos a trabajar en la confección de una cartera distinta a los índices, comprando empresas que acumulaban caídas muy significativas en los últimos años, y que hoy cotizan a 8 veces beneficios: esto supone un descuento de casi el 50% con respecto al mercado.

Como gestores de valor, lo más importante para nosotros es comprar barato, y esto se produce en general por la presencia de problemas que los gestores consideramos temporales. Mientras que los inversores menos pacientes tienden a huir, nosotros consideramos que lo correcto es mantener la calma y que con el tiempo el valor aflorará en las cotizaciones, premiando al inversor paciente.

Por eso, precisamente ahora, animamos a nuestros co-inversores a ser pacientes y mantener la confianza. Creemos que la cartera se comportará significativamente mejor que el mercado a largo plazo, y que encierra, en cualquier caso, un estimable potencial de revalorización en términos absolutos.

En este sentido es preciso recordar alguna situación pasada similar a la actual: a principios de 2016 el fondo internacional cayó un 20%, y subió después un 45% en cinco meses en un entorno de bolsas planas. Quien tuvo paciencia, y mejor aún, quien aumentó sus inversiones, se benefició sobremanera de esa circunstancia.

Agradeciéndoles su fidelidad y confianza, les enviamos un cordial saludo.