



Septiembre 2011

HEDGEFUND




Zenobia Strategic Value

INFORME MENSUAL
SEPTIEMBRE 2011

IDEAS FROM **unience**



INFORME MENSUAL AGOSTO 2011

SECCIONES	PÁGINAS
 “Zenobia Strategic Value”	2
 Rentabilidad Septiembre 2011 y composición de cartera.....	3
 Carta mensual del gestor.....	5-8



Portafolio: Zenobia StrategicValue Hedge Fund
Gestor: Juan Vicente Pitarch Monraval
Tipo: Hedge Fund
Estrategia: Equity Long, Estilo Value

Perfil y filosofía de inversión

- 1 El gestor de “Zenobia Value Hedge Fund” es Juan Vicente Pitarch Monraval (usuario de Unience con el nick Auyere). El gestor, con formación empresarial y especializado en estrategia y finanzas, encontró en los principios del “Value Investing” un marco de inversión que se adapta a la perfección con su proceso de toma de decisiones.
- 2 “Zenobia Value Hedge Fund” busca rendimientos absolutos no referenciados a ningún índice bursátil. Busca la conservación y apreciación del capital invirtiendo en negocios de calidad con un objetivo de rentabilidad a largo plazo del 8%-10%.
- 3 El Fondo busca la conservación y crecimiento del capital a largo plazo invirtiendo en negocios cuyas acciones cotizan con un amplio descuento respecto de su valor intrínseco. Siguiendo los principios del “Value Investing” trata de identificar empresas atractivas cuyas características pueden incluir:
 - Alto free cash flow yield en relación al valor de mercado
 - Posiciones competitivas fuertes
 - Alta rentabilidad sobre el capital invertido
 - Activos tangibles elevados respecto al valor de mercado y
 - Balances fuertes.

Flexibilidad en la inversión, poco “trading”, concentración y scala global.

- 4 El Fondo podrá realizar operaciones especulativas al contado o con derivados aprovechando la liquidez, o bien, cuando no se encuentren oportunidades claras de inversión.

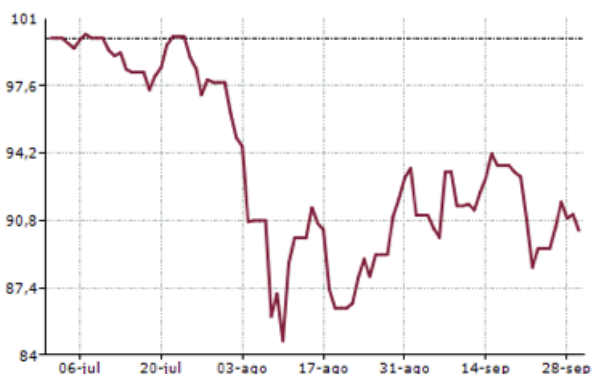


RENTABILIDAD SEPTIEMBRE 2011

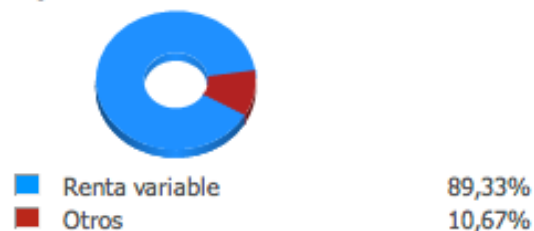


ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-1,64%	-4,94%	-2,85%				-9,16%

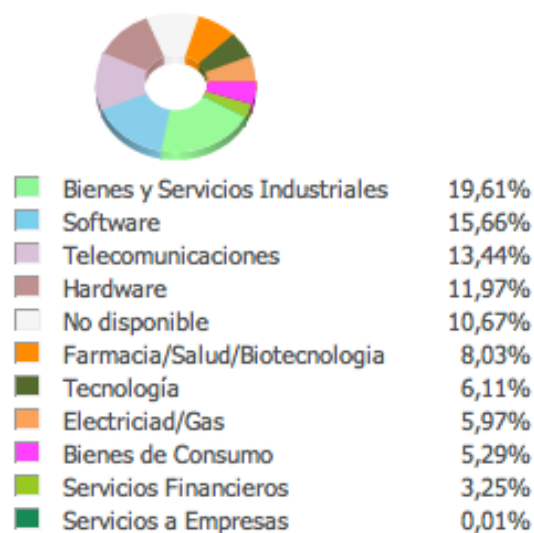
Detalle rentabilidad Septiembre 2011 y composición de cartera



Tipo Activo



Sector



Acciones	Rent. %	Peso %
AEROPOSTALE	-51,50%	1,80%
C.A.F.	31,55%	15,15%
CISCO SYSTEMS INC	-5,44%	9,75%
DOLBY LABORATORIES	-30,29%	3,49%
DURO FELGUERA	-14,97%	4,30%
GILEAD SCIENCES INC	5,55%	4,36%
MEDTRONIC INC.	-5,87%	3,90%
MICROSOFT CORP. USD	3,01%	13,44%
NOBLE CORP	-17,62%	5,96%
RESEARCH IN MOTION	-39,46%	6,63%
TELEFONICA	-11,86%	13,64%
TEVA PHARMACEUTICALS	-15,98%	3,66%
TOTAL	-9,33%	86,08%

Fondos	Rent. %	Peso %
FORTIS EQ FINANCE EUROPE	-2,70%	2,46%
FORTIS L EQ FINANCE WORLD ACC	-4,87%	0,80%
TOTAL	-3,25%	3,26%

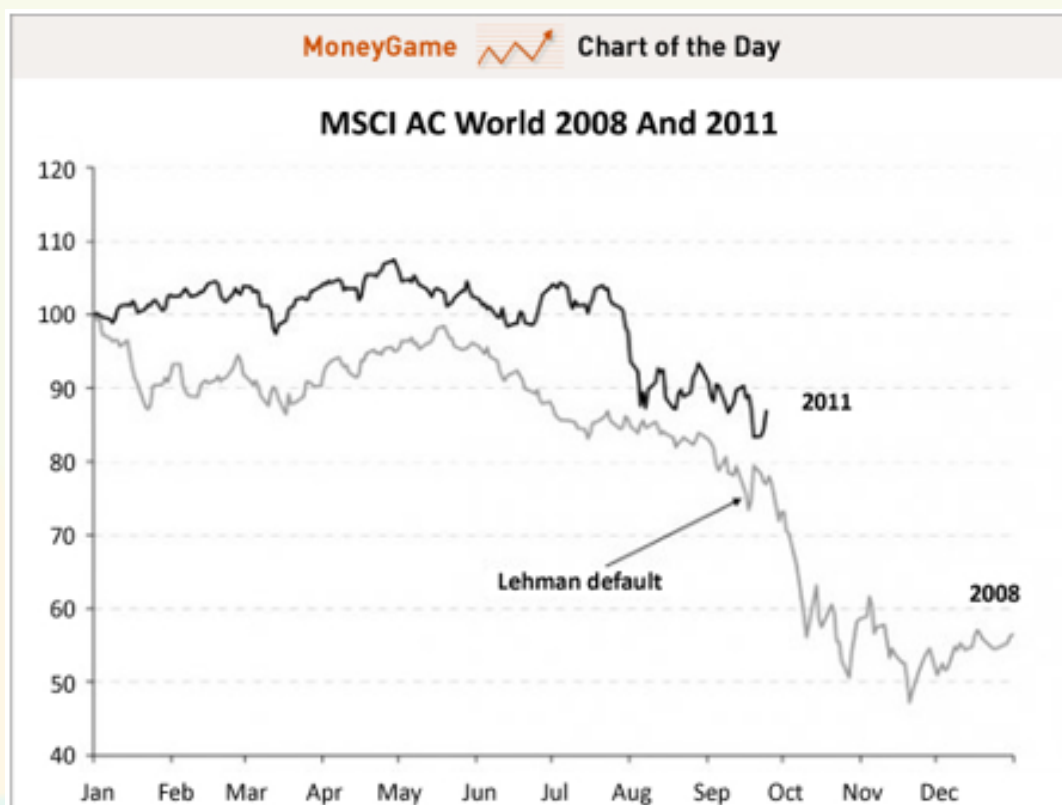
Otros	Rent. %	Peso %
CUENTA CORRIENTE 0,00%	0,00%	10,66%
TOTAL	0,00%	10,66%



Zenobia Strategic Value. Aléjate del ruido.

Destrucción del Valor para el accionista

Hace unos días observé este gráfico en el que se puede apreciar la similitud en la evolución de la bolsa de los años 2008 y 2011. Más allá de que se trate de una mera anécdota, un hecho importante ocurrió en Septiembre de 2008: se produjo la quiebra de Lehman Brothers.



Uno de los mayores bancos de inversión del mundo se declaró en quiebra y trajo a los mercados financieros momentos de inestabilidad que recordaremos durante mucho tiempo. ¿Que sucedió para que la banca de inversión, sector donde trabajaba la élite financiera de los Estados Unidos, tuviera este final?. ¿Qué enseñanzas podemos extraer para gestionar mejor nuestras empresas y también para elegir nuestras inversiones? Vamos a realizar un análisis de las grandes cifras de Lehman para obtener respuestas.

Ventas y Beneficios

	2007	2006	2005	2004	2003
Ventas Netas	19.257	17.583	15.630	11.576	8.647
Beneficio Neto	4.192	4.007	3.260	2.369	1.699
Deuda Total	668.573	484.354	393.269	342.248	297.577
Fondos Propios	22.490	19.191	16.794	14.920	13.174

	2007	2006	2005	2004	2003
Ventas Netas	9,5%	12,5%	35,0%	33,9%	
Beneficio Neto	4,6%	22,9%	37,8%	39,4%	
Deuda Total	38,0%	23,2%	14,9%	15,0%	
Fondos Propios	17,2%	14,3%	12,8%	13,3%	

	2007	2006	2005	2004	2003
Apalancamiento	29,7	25,2	23,4	22,9	22,6

Durante los años 2004 y 2005 las ventas se habían incrementado significativamente, haciéndolo a unos ratios del 34 y 35% respectivamente. Pero durante los años 2006 y 2007 el crecimiento se ralentizó a unas tasas del 12'5 y 9,5%. Los beneficios netos también se habían revalorizado, haciéndolo además, por encima del crecimiento de las ventas, excepto en el año 2007, en el que el beneficio solo se incrementó un 4,6%. Hasta aquí nada que haga sospechar el final de Lehman.

Endeudamiento y Apalancamiento

En el año 2007 la deuda total de Lehman se incrementó un 38%, pero este incremento no se vio acompañado de un crecimiento de los fondos propios. La deuda de la empresa aumentó significativamente por encima del incremento de los fondos propios. En los años 2007 y 2006 se incrementó 20'8 y 12'1 puntos porcentuales por encima del incremento de los fondos propios.

Los directivos de Lehman, que no debieron ir a clase el día que explicaron la estructura óptima de capital, fueron aumentando el apalancamiento de la empresa año tras año, llegando a 30 veces en el 2007 (el total de las deudas suponen 30 veces los fondos propios). Pero ¿porqué arriesgaron tanto?, quizá el motivo fue la política de retribución del personal que Lehman utilizaba

Retribución

	2007	2006	2005	2004	2003
Salarios	9494	8669	7213	5730	4318
% sobre ventas	49,3	49,3	49,3	49,5	49,9

Lehman distribuyó sistemáticamente como salarios, incluidas la parte fija y la parte variable, casi la mitad de las ventas netas. Desde esta perspectiva un gerente no tenía ningún motivo para preocuparse por los márgenes, la rentabilidad o el endeudamiento que nuevas inversiones podían suponer. Solo se debía preocupar de maximizar las ventas, aunque estas fueran de baja calidad para la empresa.

Gestión del equipo directivo

	2007	2006	2005	2004	2003
Incremento beneficio	185	747	891	670	
Incremento capital empleado	45.271	29.676	6.408	13.916	

La política de retribución es un señal de lo que la empresa espera de sus empleados. Por lo tanto ¿qué señal enviaba Lehman a los suyos?: había que incrementar las ventas a toda costa, sin preocuparse del valor que para el accionista suponían las nuevas inversiones.

Si nos fijamos en la cifras observamos que en el año 2006 por cada \$ 1 de incremento de beneficio hizo falta incrementar el capital (fondos propios más deuda a largo plazo) en \$ 39,72. Pero es que en el año 2007 se superaron ellos mismos, ya que por cada \$1 de beneficio añadido se necesitó incrementar \$ 244 de capital empleado. Lehman Brothers no era una empresa que se preocupaba demasiado por sus accionistas.

Bennett Stewart en su libro "En busca del valor" define tres incentivos importantes para los directivos por los que se le debe recompensar:

1. Mejorar los beneficios de explotación sin inmovilizar más capital
2. Obtener más capital, siempre que los beneficios adicionales cubran el cargo por el capital adicional.
3. Liberar capital, siempre que cualquier ganancia perdida esté más que compensada por los ahorros realizados.

La gestión de Lehman en los últimos años solamente estaba destruyendo valor para el accionista.

Core Business

El negocio de la banca de inversión había sido tradicionalmente el de asesoramiento e intermediación en los mercados financieros tanto para clientes particulares como para inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías aseguradoras, etc); también ofrecían asesoramiento financiero en materia de fusiones y adquisiciones y participaban en la emisión de acciones y bonos corporativos. Este era su "core business". Pero también utilizaban el dinero que tenían en su poder para hacer operaciones de inversión por cuenta propia, operativa que fue incrementándose con el tiempo.

Atraídos por las altas rentabilidades que ofrecían la compra de bonos garantizados por los créditos hipotecarios, conocidos con el nombre de "subprime", Lehman, al igual que otros bancos de inversión, comenzó a comprar estos títulos, sin valorar el riesgo que asumía con estas hipotecas. Debieron pensar que si se producía algún aumento de morosidad se podría compensar con la venta del inmueble, ya que, con el transcurso del tiempo, este inmueble se habría revalorizado con toda seguridad.

Pero en este punto la Fed inició un ciclo alcista de los tipos de interés que alcanzaron el 5%, y el gigante con pies de barro se derrumbó, y con él otros bancos de inversión.

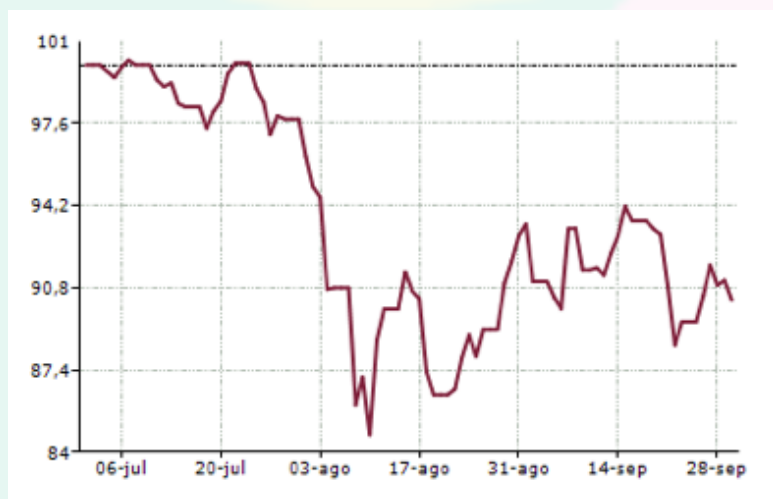
¿Qué lecciones nos ha enseñado Lehman Brothers?

1. Prudencia cuando nos alejamos de nuestro negocio tradicional
2. Precaución con el endeudamiento.
3. Políticas de retribución adecuadas; y sobre todo,
4. Gestión encaminada a crear valor para la empresa.

Evolución Septiembre

La rentabilidad de la cartera durante el mes de Septiembre ha sido de **-2'85%**. La rentabilidad acumulada desde el lanzamiento del fondo en Julio de 2.011 **-9'16%**.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de la cartera desde su inicio - mes de Julio 2.011.



Los resultados obtenidos durante este primer trimestre de existencia del fondo no los considero preocupantes en absoluto. Seríamos unos ilusos pensando que las empresas elegidas no van a acompañar al mercado en su caída. Mi objetivo en los momentos de miedo como el actual es aprovechar la flexibilidad que nos ofrece la liquidez actual del fondo (10%), para posicionar a Zenobia con el mayor potencial de revalorización posible.

