

Agosto 2011

HEDGE FUND




Zenobia Strategic Value

INFORME MENSUAL
AGOSTO 2011

IDEAS FROM **unience**



INFORME MENSUAL AGOSTO 2011

SECCIONES	PÁGINAS
 “Zenobia Strategic Value”	2
 Rentabilidad Agosto 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 especialista en estrategia y finanzas, encontró en los principios del “Value Investing”, tras la explosión de la burbuja puntocom, 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 “Zenobia Value Hedge Fund” seleccionará empresas con balances fuertes, con poco o escaso nivel de deuda, generadores de “cash” y con amplios márgenes. Flexibilidad en la inversión, poco trading, concentración y escala 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.

Antecedentes e historia

- 1 El portafolio de “Zenobia Value Hedge Fund” está compuesto, en la actualidad, de 13 compañías. El mayor peso, con un 18,75% lo ostenta C.A.F, seuido de Schindler Holding (16,07%) y Telefónica (13,11%)

Por sectores, “Zenobia value Hedge Fund”, tiene una ponderación del 34,41% en Bienes y Servicios Industriales, un 15,11% en Farmacia/Salud y un 13,58% en Telecomunicaciones.
- 2 La rentabilidad en el último mes asciende a un +2,91%. La volatilidad anualizada de las rentabilidades diarias de los últimos tres años es del 22,33%. El Ratio Sharpe calculado tomando la rentabilidad fija del activo libre de riesgo tipo de interés Euribor 12 meses es del -0,08 y el VaR anualizado del 36,74%

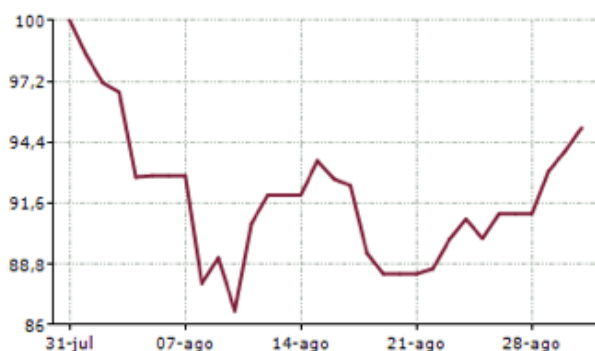


RENTABILIDAD AGOSTO 2011

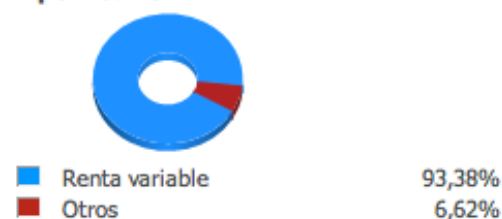


ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL
----	----	----	-----	----	-1,64%	-4,94%					

Detalle rentabilidad Julio 2011 y composición de cartera



Tipo Activo



Sector



Acciones	Rent. %	Peso %
AEROPOSTALE	-56,38%	1,57%
C.A.F.	36,25%	15,21%
CISCO SYSTEMS INC	-3,18%	9,68%
DOLBY LABORATORIES	-24,64%	3,66%
DURO FELGUERA	-10,50%	4,39%
GILEAD SCIENCES INC	7,84%	4,31%
MEDTRONIC INC.	-3,58%	3,87%
MICROSOFT CORP. USD	6,88%	13,52%
NOBLE CORP	-4,83%	6,68%
RESEARCH IN MOTION	-33,92%	7,01%
STRYKER CORP	-6,52%	3,77%
TELEFONICA	-14,30%	12,86%
TEVA PHARMACEUTICALS	-14,55%	3,61%
TOTAL	-6,17%	90,14%

Fondos	Rent. %	Peso %
FORTIS EQ FINANCE EUROPE	-1,15%	2,42%
FORTIS L EQ FINANCE WORLD ACC	1,04%	0,82%
TOTAL	-0,61%	3,25%

Otros	Rent. %	Peso %
CUENTA CORRIENTE 0,00%	0,00%	6,61%
TOTAL	0,00%	6,61%



Zenobia Strategic Value. Aléjate del ruido.

¿Qué es el “Value Investing”?

Agosto 2011

El mes de Agosto ha resultado ser un mes muy movido con la volatilidad disparada en los mercados. Pero no por ello considero que haya sido un mal mes. Al contrario, si la tendencia es la amiga del análisis mediante gráficos, para el inversor valor la volatilidad es nuestra amiga. No hay como una temporada de volatilidad para encontrar buenos niveles de entrada o precios lo suficientemente altos para vender. El inversor que no esté relacionado con los principios del value investing podrá pensar que somos unos tipos raros, pero nada más alejado de la realidad. La inversión valor es puro sentido común.

¿De qué va esto del value investing?

El value investing es una disciplina de inversión basada en la creencia de que las acciones de una empresa tienen un valor intrínseco que puede ser calculado tras un cuidadoso análisis. Las oportunidades de inversión más rentables surgen cuando el precio de mercado de las acciones se desvía significativamente de su valor intrínseco. La tarea esencial de un inversor value es determinar el valor intrínseco para tomar ventaja de la distorsión que se produce en los mercados. Por lo tanto, la filosofía del Valor se basa sobre el principio de que los mercados no son siempre eficientes en la fijación de los precios.

Benjamin Graham y David Dodd, padres del value investing, basan su estrategia en varias características de los mercados financieros:

Los precios de las acciones están sujetos a movimientos amplios y caprichosos. El mercado bursátil, Mr. Market, es un paranoico que nos ofrece todos los días precios de compra/venta, y sus continuos cambios de humor afectan al precio al que está dispuesto a negociar con nosotros.

A pesar de estos movimientos en los mercados financieros, muchos de los activos financieros tienen un valor subyacente que es relativamente estable y que puede ser razonablemente medido por un inversor disciplinado. En otras palabras, el valor intrínseco de un negocio es una cosa; el precio actual al que cotiza una empresa es otra cosa. A pesar de que valor y precio pueden, en un momento dado, ser idénticos, suelen divergir.

El uso diario del lenguaje financiero nos hace confundir los términos. Por ejemplo, decimos que las acciones del Banco Santander valen hoy 4'5 €, cuando en realidad deberíamos decir que las acciones del Banco Santander cotizan, o cuestan, 4'5 €. Creo que la diferencia no es sólo simple semántica. También podemos escuchar, en la actualidad más que nunca, que un activo “vale” lo que el comprador esté dispuesto a pagar por él. ¡¡Pues no es así!! Lo que vale un activo es una cosa, y el dinero que paga el comprador es otra, su precio.

Una estrategia de comprar acciones solo cuando su precio de mercado está considerablemente por debajo de su valor intrínseco produce unos retornos sobre la inversión superiores en el largo plazo. Graham se refiere a este gap entre valor y precio como “margen de seguridad”; idealmente el gap debería ser de un 1/2, y no menos de un tercio, del valor intrínseco. Graham deseaba comprar 1 dólar por 50 céntavos; la hipotética ganancia debía ser amplia y segura.

Empezando con estos tres supuestos, el proceso central del value investing es bastante simple y se basa en la habilidad de encontrar acciones infravaloradas. Un inversor valor estima el valor fundamental del activo financiero y compara el valor con el precio actual que el mercado nos ofrece. Si el precio es más bajo que el valor con un margen de seguridad suficiente, el inversor compra la acción.

Las estrategias de Graham no requieren fórmulas extremadamente difíciles o información no accesible al público general. El éxito en la inversión value no requiere un coeficiente intelectual superior, sino más bien la capacidad de mantener las emociones aisladas del “ruido financiero” cuando nos encontramos en pleno proceso de toma de decisiones. ¡¡ Aléjate del ruido !!

Cartera de negocios

Por lo que se refiere a las adquisiciones hemos aprovechado las caídas del mes de Agosto para acumular acciones de una empresa que cotiza a unos múltiplos muy deprimidos: 3'5x EV/FCF-correcto. Alguien podrá pensar que se trata de una empresa muy poco rentable o endeudada hasta las cejas, pero se equivoca. Espero que en este año fiscal consiga un ROE superior al 30%. Cuenta además con un balance fuerte, saneado y con una caja neta positiva que representa aproximadamente el 15% de su capitalización bursátil. La empresa ha llegado a cotizar a niveles de dos tercios su valor neto de reposición de sus activos (net asset value) que valoro aproximadamente en \$30. Es decir, reconstruir todos sus activos tangibles e intangibles, considero que costaría como mínimo unos \$30 por acción y la empresa ha llegado a cotizar por debajo de los \$22. Clara candidata por tanto a una OPA. Cualquier empresa que quiera entrar en el sector le sería, en teoría, más rentable adquirir RIMM que tratar de reproducir todos los activos de forma orgánica.



Bueno, voy a desvelar ya el nombre de la empresa: Research In Motion (RIMM) ; si a alguien no le suena el nombre seguro que le sonará mucho más el de BlackBerry. El fabricante de smartphones en 2008 llegó a cotizar a \$144; en Agosto de 2011 a \$22. Paranoias de Mr. Market. Ni RIMM vale, bajo mi punto de vista, \$144, ni \$22. En este momento el precio tiene un componente especulativo muy elevado y descuenta unas perspectivas profundamente negativas para la empresa. Si este futuro pesimista no se cumple la cotización de la acción corregirá con fuerza el descenso que ha sufrido. Los fundamentales son buenos, las perspectivas inciertas -¿cuándo no lo son?-, pero los datos nos indican que la demanda de smartphones sigue fuerte a nivel mundial y RIMM acaba de lanzar BlackBerry 7. Estaremos atentos a sus ventas.

Si bien la empresa no opera en el mercado con las ventajas competitivas que pueden caracterizar a Apple o Google, el precio de la acción ha descendido a unos niveles tan bajos – recordemos que cotiza por debajo del valor de reposición de sus activos- que ofrecen un margen de seguridad lo suficientemente importante como para tomar posiciones en el valor.

Viejas Empresas de la Nueva Economía.

Otras empresas en las que hemos aprovechado los descensos para seguir acumulando han sido Microsoft y Cisco Systems. Negocios buenos, de calidad, con sólidos fundamentales y que operan con ventajas competitivas, y sin embargo malísimas inversiones para quienes entraran a finales de los años noventa. Ha llovido mucho desde entonces, pero las acciones de estas empresas están lejos todavía de los niveles alcanzados en la burbuja puntocom cuando Microsoft cotizaba a PERs por encima de los 40.

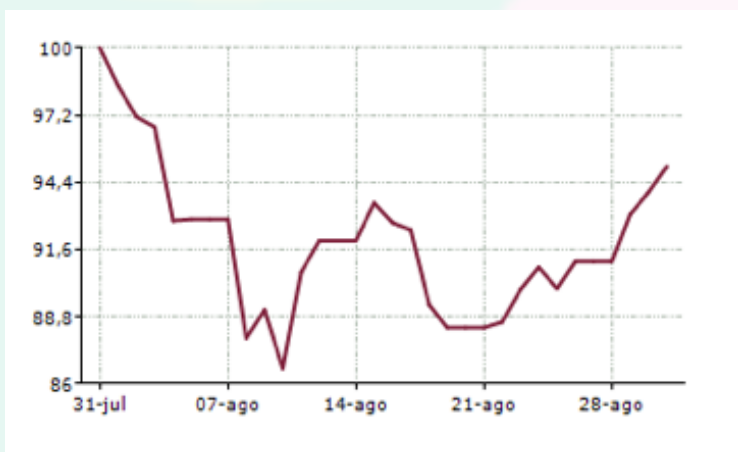
En la actualidad estas empresas “growth” de antaño se han convertido en auténticas oportunidades value. Ya no cuentan con el glamour que tenían en los años 90, y sin embargo, es ahora cuando se han convertido en auténticas oportunidades de inversión. Dos nuevos ejemplos de la irracionalidad de los mercados En próximas cartas mensuales entraré un poco más a fondo en estas empresas.

Quiero destacar también que he aprovechado este momento de pesimismo sobre el sector financiero para tomar posiciones en el mismo mediante dos fondos de inversión. Por una parte estos fondos me permiten diversificar adquiriendo una gran cantidad de entidades –dada la opacidad de las cuentas anuales de los bancos me podría equivocar fácilmente si elijo solo uno-, y por otra, me permiten tomar posiciones paulatinamente mediante pequeñas compras sin tener que pagar comisiones que mermarían en gran parte la rentabilidad.

Evolución Agosto

La rentabilidad de la cartera durante el mes de Agosto ha sido de **-4,94%** -buena rentabilidad atendiendo a las circunstancias. La rentabilidad acumulada desde el inicio en Julio de 2.011 **-6'49%**.

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



En el siguiente cuadro se encuentra detallado cada uno de los negocios en los que está invertida la cartera y su distribución porcentual.(actualizado a fecha de publicación de este informe)

Acciones	Rent. %	Peso %
AEROPOSTALE	-56,38%	1,57%
C.A.F.	36,25%	15,21%
CISCO SYSTEMS INC	-3,18%	9,68%
DOLBY LABORATORIES	-24,64%	3,66%
DURO FELGUERA	-10,50%	4,39%
GILEAD SCIENCES INC	7,84%	4,31%
MEDTRONIC INC.	-3,58%	3,87%
MICROSOFT CORP. USD	6,88%	13,52%
NOBLE CORP	-4,83%	6,68%
RESEARCH IN MOTION	-33,92%	7,01%
STRYKER CORP	-6,52%	3,77%
TELEFONICA	-14,30%	12,86%
TEVA PHARMACEUTICALS	-14,55%	3,61%
TOTAL	-6,17%	90,14%

Fondos	Rent. %	Peso %
FORTIS EQ FINANCE EUROPE	-1,15%	2,42%
FORTIS L EQ FINANCE WORLD ACC	1,04%	0,82%
TOTAL	-0,61%	3,25%

Otros	Rent. %	Peso %
CUENTA CORRIENTE 0,00%	0,00%	6,61%
TOTAL	0,00%	6,61%

Rating Zenobia

() Sin rating.- Empresa que opera sin ningún tipo de ventaja competitiva, sin eficiencia superior



Empresa sin claras ventajas competitivas pero con un equipo de gestión que ha creado valor para el accionista; empresa eficiente; tendencia económica favorable



Empresa que goza de ciertas ventajas competitivas pero no es un negocio franquicia



Empresa franquicia, negocios con grandes ventajas competitivas

