

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, destaca en su carta que “el comportamiento de las bolsas en este primer trimestre del año confirma el regreso a los fundamentales por parte del mercado”. Y asegura que “lo mejor de todo quizá sea que, si nos atenemos a los fundamentales, **esto no ha hecho nada más que empezar**”.

Sobre la **bolsa española**, el gestor explica que, aunque es la que más ha subido en lo que llevamos de año, tiene aún recorrido. Y sobre la europea, comenta que cuando se disipen las dudas en el ámbito de la política, “es bastante probable que la subida se acelere”. **“No es momento de duda”**, añade.

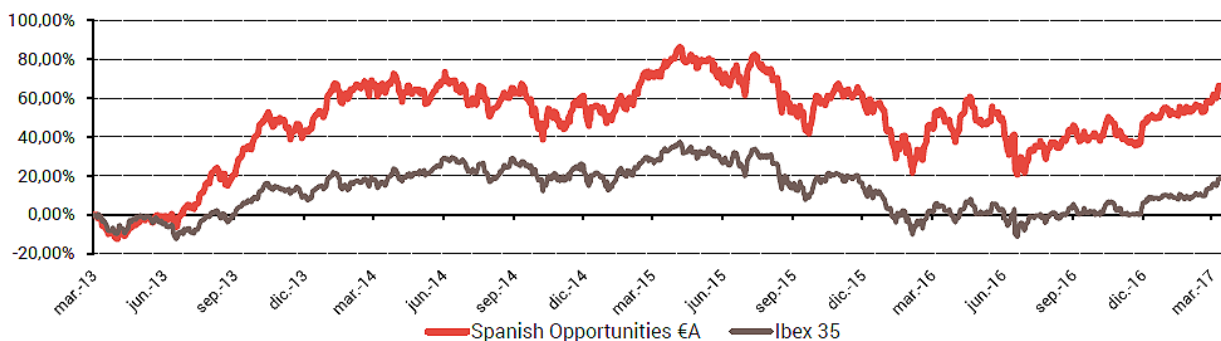
Centrándose en España y su cartera, Iturriaga hace primero un repaso a la situación económica y dice que el éxito de la salida a bolsa de Neimor Homes “supone un ante y un después en lo que a actitud inversora se refiere”. El gestor considera que cuando la **recuperación económica termine de calar** es muy probable que la actividad corporativa continúe ganando tracción.

Comenta que a la evolución positiva del fondo han contribuido la exposición al **sector financiero** y alguna historia de **reestructuración**, como OHL. Por la parte negativa en el último mes destaca Prisa. También analiza su posición en el sector inmobiliario y dedica unas líneas a Banco Popular. Para terminar, Iturriaga ha añadido a la cartera **Liberbank** y ha terminado de construir la posición en **Ferrovial**.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-mar-17
Valor liquidativo 16,872€

		Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2017	Fondo	12,38%	1,46%	2,17%	8,41%									
	Ibex 35	11,88%	-0,39%	2,58%	9,50%									
2016	Fondo	-3,61%	-9,78%	-2,16%	6,38%	6,55%	-2,50%	-16,67%	7,88%	2,72%	-0,27%	4,90%	-6,59%	9,49%
	Ibex 35	-2,01%	-7,63%	-4,02%	3,09%	3,47%	0,09%	-9,64%	5,19%	1,51%	0,72%	4,14%	-4,98%	7,64%
2015	Fondo	2,31%	1,85%	11,55%	3,46%	0,27%	-3,22%	-3,02%	3,51%	-7,54%	-9,86%	11,97%	0,74%	-4,95%
	Ibex 35	-7,15%	1,20%	7,45%	3,07%	-1,18%	-1,47%	-3,99%	3,82%	-8,24%	-6,81%	8,38%	0,25%	-8,11%
2014	Fondo	-0,47%	6,31%	2,07%	0,80%	-2,07%	1,23%	-1,85%	-0,37%	-1,00%	-0,64%	-3,93%	3,05%	-3,61%
	Ibex 35	3,66%			-8,21%	1,15%	3,25%	1,16%	-1,98%	0,20%	0,90%	-3,21%	2,80%	-4,56%



Carta del gestor

El comportamiento de las bolsas en este primer trimestre del año confirma el **regreso a los fundamentales por parte del mercado**. Las bolsas europeas, con España a la cabeza, lideran la recuperación, mientras que Estados Unidos mantiene su tendencia de crecimiento, pero a menor ritmo. Además, y contra todo pronóstico, la volatilidad brilla por su ausencia y por ello la subida, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, está pillando a una gran mayoría con el pie cambiado, nadie está participando. En general, nadie se lo termina de creer, lo que suele ser una buena razón para que la subida continúe, haciendo más daño aún a los analistas e inversores.

En estos tres primeros meses del año, la bolsa española ha subido un 11,9%, frente al 12,38% de Spanish Opportunities. Y lo mejor de todo quizá sea que, si nos atenemos a los fundamentales, **esto no ha hecho nada más que empezar**.



La recuperación de la **economía española avanza con paso firme**. El arranque del año constituye la prueba de que 2017 va a ser el tercer año consecutivo en el que España crezca por encima del 3%, liderando el crecimiento de los grandes países desarrollados. Además, el patrón de dicho comportamiento confirma el **cambio de modelo productivo** en nuestra economía como consecuencia de la devaluación interna. Las bases del crecimiento actual son más sólidas, más sanas y gozan de una mayor proyección que en décadas pasadas. Hemos dejado de depender de la construcción y tanto el sector exterior como la inversión directa han cogido el relevo en los últimos ejercicios. Dicho esto, la extraordinaria recuperación que experimenta el sector residencial en buena parte del país constituye una magnífica noticia, tanto por la generación de empleo que supone, como por la recuperación en precio –sobre todo bueno para el sector financiero–.

La recuperación económica sostenida y la mejora en la percepción en el riesgo político se están trasladando a los *animal spirits*, que ya andan sueltos por ahí. La **actividad corporativa representa el**



mejor termómetro de este intangible y el número de salidas a bolsa, emisiones de deuda y compra-venta de compañías se ha multiplicado. Quizá el caso más paradigmático de este cambio en el sentimiento de mercado de los últimos meses –el *tipping point* fue, posiblemente, la formación de gobierno– ha sido la salida a bolsa de **Neimor Homes**. El hecho de que una promotora inmobiliaria que solo tiene suelo en su balance y con ninguna experiencia previa en el negocio promotor haya tenido tanto éxito en su salida a bolsa supone un antes y un después en lo que a la actitud inversora se refiere. A medida que los peores augurios sobre la política internacional (fundamentalmente) se vayan descartando y la recuperación económica termine de calar, es muy probable que la actividad corporativa continúe ganando tracción.

Respecto a la cartera, el fondo ha tenido mejor comportamiento que sus principales comparables en lo que llevamos de año. Los *drivers* de este mejor comportamiento son, fundamentalmente, la **exposición al sector financiero y alguna historia de reestructuración** –OHL– que está empezando a pitar. Sin embargo, otras posiciones de la cartera no han aportado y algunas han restado.

Empezando por las últimas, merece una mención especial el mal comportamiento de **Prisa** en lo que llevamos de año. La falta de noticias en el proceso de la venta de Santillana y las desavenencias explícitas entre alguno de los accionistas principales y el grupo gestor se han traducido en una fuerte caída en 2017. La situación no resulta sostenible en los términos actuales, las dinámicas de la cuenta de resultados justifican un cambio en la primera fila del equipo gestor. Lo anterior, unido a una eventual venta de Santillana en condiciones razonables, supondrían un punto de inflexión en la percepción que hay sobre el valor. La inercia actual del precio de la acción es otro argumento más que respalda los cambios que demanda el principal accionista de la compañía, el fondo de inversión Amber.

Por otra parte, las **inmobiliarias** no han tenido especial buen comportamiento cuando la recuperación del sector es notoria. Las razones de esta peor evolución se me escapan, pero en la medida que los fundamentales no hacen más que mejorar, mi nivel de convicción se incrementa.

Por último, una línea sobre el **Banco Popular**. La aproximación a la valoración de esta compañía no reside en la idea de que vaya a permanecer independiente, sino en el precio que un potencial comprador pueda/quiera pagar. Hay varias métricas que en este supuesto son importantes. Popular hoy capitaliza por debajo de la mitad de sus fondos propios. Genera un beneficio antes de provisiones superior a 1.000 millones de euros. Tienen el 10% de cuota de mercado en uno tan competitivo como el español. La parte sana de su balance (unos 100.000 millones de euros) es la más rentable de la banca española.

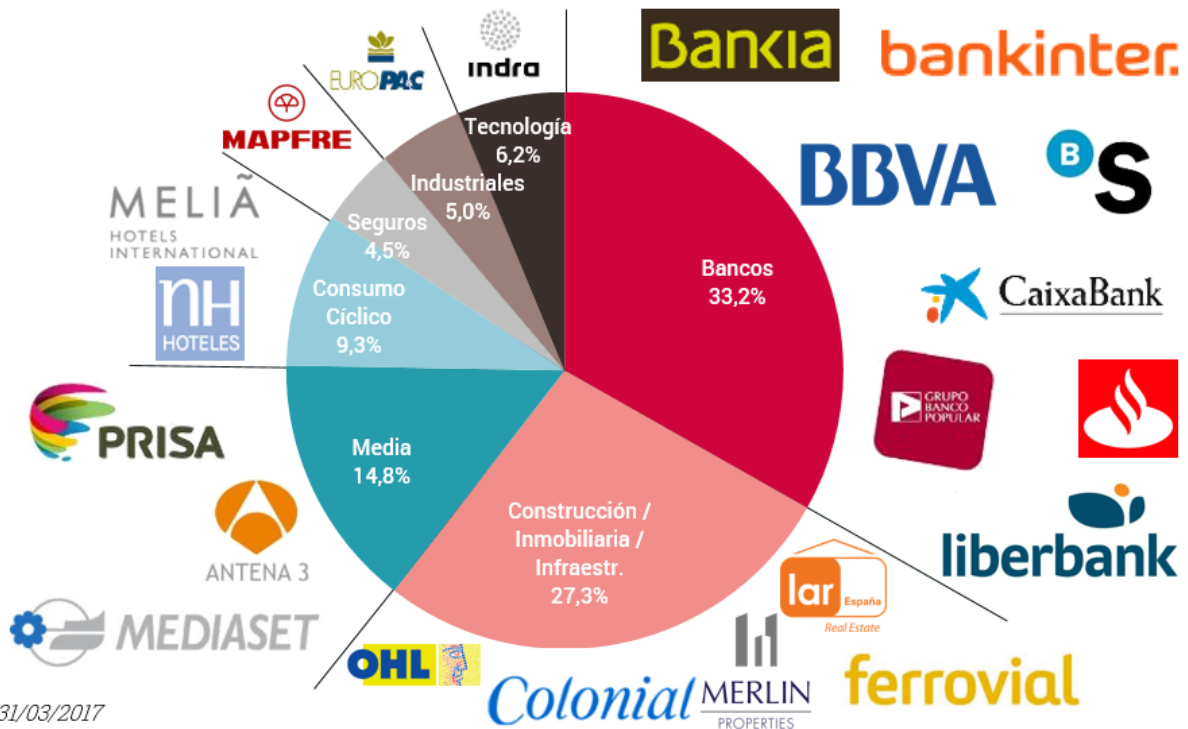
Y, finalmente, tiene unos gastos corrientes algo superiores a los 1.500 millones de euros, por lo que las sinergias en costes con un grupo español crearían valor por algo más de 5.000 millones de euros. A lo anterior habría que restar lo que le falte por provisionar. No creo que los bancos nacionales tarden mucho en hacer esta simple cuenta y no me sorprendería que alguna de las grandes entidades internacionales, que tanto tiempo llevan pico y pala en España sin mucho éxito, se planteara entrar en el mercado español vía adquisición. Esta opción debería traducirse en una importante subida de precio.



Movimientos

En lo que llevamos de año se ha incluido un nuevo valor en la cartera, **Liberbank**, y se ha terminado de construir la posición en **Ferrovial**.

Distribución sectorial – 21 compañías



Datos a 31/03/2017

Visión de mercados

La bolsa española es la que más ha subido en lo que llevamos de año, pero lo más importante es el recorrido que aún tiene. Cuando se terminen de aclarar las incertidumbres políticas que penden sobre la renta variable europea –básicamente las elecciones francesas-, **es bastante probable que la subida de la bolsa se acelere**. La macro, la micro, las valoraciones y el posicionamiento lo justifican. No es momento de dudar.

Un mes más quedo a su disposición para lo que puedan necesitar.

AGF - Spanish Opportunities

*Comienzo 8/03/13	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2013			-9,54%	4,42%	4,92%	-0,41%	14,73%	1,55%	16,04%	11,68%	-1,35%	4,05%	52,97%
2014	6,31%	2,07%	0,80%	-2,07%	1,23%	-1,85%	-0,37%	-1,00%	-0,64%	-3,93%	3,05%	-3,61%	-0,47%
2015	1,85%	11,55%	3,46%	0,27%	-3,22%	-3,02%	3,51%	-7,54%	-9,86%	11,97%	0,74%	-4,95%	2,31%
2016	-9,78%	-2,16%	6,38%	6,55%	-2,50%	-16,67%	7,88%	2,72%	-0,27%	4,90%	-6,59%	9,49%	-3,61%
2017	1,46%	2,17%	8,41%										12,38%

Okavango Delta FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2009	-9,58%	-16,27%	8,77%	29,47%	8,32%	0,45%	14,21%	7,41%	8,14%	-7,20%	1,21%	6,91%	54,52%
2010	-3,46%	-5,72%	13,25%	-0,40%	-11,63%	-2,07%	12,61%	-4,53%	5,16%	3,40%	-12,92%	11,60%	0,92%
2011	9,46%	1,95%	-0,41%	3,47%	-2,49%	-3,36%	-6,34%	-12,14%	-8,99%	8,05%	-6,05%	-0,92%	-18,38%
2012	5,66%	-0,92%	-4,99%	-13,44%	-15,33%	13,49%	-5,55%	11,60%	6,34%	2,66%	-1,08%	8,13%	1,84%
2013	6,92%	1,12%	-7,31%	5,80%	4,53%	-0,88%	16,68%	1,22%	16,55%	12,71%	-1,89%	4,61%	74,93%
2014	6,76%	1,73%	0,80%	-1,93%	1,14%	-1,33%	-0,41%	-0,96%	-0,47%	-3,52%	2,85%	-3,08%	1,16%
2015	1,83%	10,89%	3,80%	0,16%	-2,81%	-2,66%	3,15%	-6,68%	-9,04%	11,39%	0,73%	-4,38%	4,34%
2016	-9,91%	-2,03%	6,39%	6,43%	-2,30%	-17,16%	7,87%	2,95%	-0,18%	5,05%	-6,86%	9,58%	-3,87%
2017	1,47%	2,23%	7,70%										11,72%

Kalahari FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2009											-1,03%	1,24%	0,20%
2010	-0,88%	-1,81%	3,47%	-0,38%	-3,74%	-0,71%	2,69%	-0,59%	1,30%	1,21%	-5,44%	4,67%	-0,66%
2011	4,03%	0,88%	-0,07%	1,21%	-0,74%	-1,31%	-2,35%	-4,23%	-3,74%	1,46%	-2,42%	0,63%	-6,76%
2012	3,32%	0,46%	-0,88%	-4,71%	-6,10%	4,69%	-1,24%	4,73%	2,03%	0,98%	-0,58%	4,60%	6,81%
2013	3,31%	0,78%	-2,69%	2,97%	1,81%	-0,39%	6,85%	1,30%	8,07%	6,68%	-0,68%	1,69%	33,34%
2014	3,54%	1,19%	1,08%	-0,49%	0,26%	-0,13%	-0,06%	-0,44%	-1,13%	-1,57%	1,56%	-0,94%	2,78%
2015	1,36%	6,06%	1,50%	-0,43%	-1,69%	-2,29%	2,02%	-3,95%	-5,57%	7,31%	0,69%	-1,89%	2,38%
2016	-4,87%	-1,19%	3,77%	3,27%	-1,04%	-9,30%	3,72%	1,39%	0,10%	2,39%	-3,98%	4,37%	-2,35%
2017	0,55%	0,80%	3,23%										4,62%

Otros índices

2016	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
Ibex 35	-0,39%	2,58%	9,50%										11,88%
Eurostoxx 50	-1,82%	2,75%	5,46%										6,39%
S&P 500 (\$)	1,79%	3,72%	-0,04%										5,53%
MSCI World (€)	-0,11%	4,33%	0,16%										4,39%

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Twitter: @JRIturriaga](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada a 6 de abril de 2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.