

8 de Noviembre de 2017

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-Sep | | Ene-Sep |
|----------------------------------|--------------|---------------------------|--------------|
| azValor Internacional FI | 3,3% | azValor Iberia FI | 15,4% |
| MSCI Daily Net TR Europe Euro ** | 9,6% | IGBM | 11,1% |
| Rent. Vs. Índice | -6,3% | Rent. Vs. Índice | 4,3% |
| **Incluye dividendos | | 85% IGBMT / 15% PSI 20 TR | 15,4% |
| | | Rent. Vs. Índice | 0,1% |

azValor cumple DOS años, y tenemos buenas noticias!

Desde que nació azValor hace ya dos años, la cartera Ibérica ha subido un 30%, y la Internacional un 20%. El rebote desde los mínimos de Enero de 2016 ha sido cercano al 50% en ambas carteras (enhorabuena a quienes confiaron en nosotros en esos momentos!). Los valores liquidativos de ambos fondos están hoy en máximos históricos (por tanto ningún cliente va perdiendo dinero a fecha de hoy). Estas buenas noticias pertenecen no obstante al "pasado", y lo que nos importa a todos los partícipes es la rentabilidad FUTURA. En ese sentido, tenemos mejores noticias aún: nuestro fondo Ibérico tiene un potencial del 55% y nuestro fondo Internacional del 85%.

No todo son buenas noticias... ¿o sí?

La mala noticia es que los índices nos van ganando en lo que llevamos de 2017. Creemos que se trata de una oportunidad, y lo hemos tratado en las dos cartas trimestrales anteriores, que les animamos a volver a consultar [aquí](#) y [aquí](#).

Hoy nuestra cartera se parece muy poco a los índices, y a la luz de los resultados relativos mediocres de este 2017, conviene quizás recordar nuestro proceso de inversión con un poco más de detalle.

Siempre hemos dicho que para comprar barato en bolsa, en general, es necesario buscar compañías que tengan un "problema" real, o percibido por la mayoría, respecto a su capacidad de generar beneficios en el futuro. De alguna manera, hay que "ir contra la opinión dominante".

Esto no es fácil desde un punto de vista psicológico, pero hay herramientas que ayudan, como alcanzar un conocimiento profundo de la empresa a través del estudio. En azValor pasamos muchas horas analizando estados financieros históricos, y realizamos ajustes a las cifras publicadas, para descubrir cuál fue la verdadera generación de beneficios histórica. A continuación, realizamos el mismo ejercicio con los competidores del sector, y tratamos de entender por qué unas empresas crecieron más que otras en el pasado o lograron mayor rentabilidad. Llegados a este punto empieza el análisis de valor añadido, cuyo objetivo es determinar si el futuro es más o menos previsible y por qué razones.

Para ello, tomamos la maleta y salimos a visitar a las empresas, sus competidores, proveedores y clientes; hablamos con expertos del sector sobre los grandes interrogantes del negocio a largo plazo y así, vamos poco a poco avanzando en una misma dirección: la de estimar el nivel aproximado de beneficios futuros sostenibles de la empresa.

Desafortunadamente, por muy bueno que sea nuestro proceso, no podrá nunca eliminar del todo el error. Nosotros buscamos aquellas compañías lo suficientemente infravaloradas para que, *aun equivocándonos* en algún intersticio del análisis, podamos ganar dinero. Eso sí, si nos equivocamos TOTALMENTE, perderemos dinero; aunque este tipo de pérdidas no ha sido frecuente en nuestros últimos 20 años, en un contexto adverso se pueden acumular varias caídas de cotización fuertes en el corto plazo. En ese caso, revisamos de arriba abajo nuestra tesis de inversión, como quien revisa la fontanería entera de un hotel. A veces compramos más con la caída, a veces no hacemos nada, y en otras ocasiones, vendemos (si se trata de un error de análisis). La mayoría de las veces la paciencia es lo correcto, pero hay excepciones (cuando se ha invertido mal) donde lo correcto es lo contrario: rectificar, y vender antes de que el error nos haga más daño. En este sentido nos parecen muy reveladoras las palabras del genio:

"El hombre no es infalible. Busca siempre la verdad, es decir, aspira a aprehender la realidad lo más perfectamente que las limitaciones de su mente y razón le permiten. El hombre nunca será omnisciente. Jamás podrá llegar a un convencimiento pleno de que su investigación se halla acertadamente orientada.. Lo más que al hombre le cabe es revisar, con el máximo rigor, una y otra vez, el conjunto de sus tesis. Para el economista esto implica retrotraer todos los teoremas a la categoría de la acción humana, comprobando, mediante el análisis más cuidadoso, cuantas sucesivas inferencias y conclusiones finalmente abocan al teorema en cuestión. En modo alguno se supone que este método excluya definitivamente el error. Ahora bien, de lo que no cabe dudar, es de que es el más eficaz para evitarlo."

Ludwig von Mises, *La Acción Humana*

Estamos convencidos de que la inmensa mayoría de los operadores en bolsa NO hacen este proceso con la misma profundidad. Esto no nos garantiza nada, pero saberlo resulta vital para aspirar a culminar con éxito la difícil tarea de "llevar la contraria". Hoy esto se traduce en estar fuera de los índices. Resulta curioso que hay

ya más de 1 millón de índices en el mundo cuando sin embargo el número total de acciones cotizadas es de 43 mil apróx., que se quedan en 3 mil si tomamos las acciones con una cierta liquidez mínima (datos de Bernstein). Las empresas de los índices pueden sufrir toda clase de problemas o estar mal gestionadas y aun así, varios miles de inversores/vehículos las compran porque creen no tener otra alternativa..

Así, mientras cada euro adicional que aterriza en un índice se destina "ciegamente" a comprar las mismas empresas que ya lo componen, encareciéndolas aún más, nosotros acumulamos unas pocas compañías infravaloradas, en general fuera de los índices, y seleccionadas tras un riguroso proceso de análisis. Y creemos que mirando a medio/largo plazo es exactamente lo que hay que hacer.

Por todo ello, la "mala" noticia de ir detrás del índice encierra una "buena", y es el potencial de rentabilidad futuro que surge de los activos infravalorados. De hecho, en el momento de escribir estas líneas, tanto Fernando como yo hemos vuelto a hacer aportaciones a los fondos.

Cartera Ibérica

En nuestra carta anterior citábamos a Buffett cuando decía que "tener liquidez es incómodo, pero no tan incómodo como invertir mal". Y es que nuestro nivel de liquidez en la cartera Ibérica era del 22% a 30 de Junio de 2017. Como siempre hemos dicho, estas situaciones por norma general suelen ser puntuales ya que el mercado, casi siempre pronto, vuelve a presentar alguna oportunidad. Así ha sido, y en el tercer trimestre la cartera Ibérica ha incrementado su porcentaje de inversión hasta el 85%. Esta cifra se sitúa hoy, un mes más tarde del cierre del trimestre, en el 95%, al haber podido invertir desde final de Septiembre a buenos precios, en los días de caídas de la bolsa española por el asunto catalán.

Este incremento de la inversión, así como la rotación de valores con buen comportamiento hacia valores castigados, nos ha permitido crear valor, elevando el potencial del fondo hasta el 55% desde el 40% del trimestre anterior. **Creemos que azValor Iberia ya vale 200 EUROS por participación.** No sabemos cuándo alcanzará ese valor, y creemos que lo relevante no es tanto el CUÁNDO lo alcance, sino que efectivamente lo acabe alcanzando; si lo hace en 3 años, supone un 15% de rentabilidad anual para quien esté invertido al precio actual de 130 EUR por participación. Si tarda 5 años en alcanzarlo, la rentabilidad anual sería del 9%.

En cualquier caso, nosotros nos centramos en lo que podemos controlar, que es la calidad de las empresas en cartera, la alineación de sus gestores, y su grado de infravaloración. Con eso en mente, **azValor Iberia está ahora en el momento más atractivo desde que se lanzó (reflejo del mal comportamiento de la bolsa española frente a la europea) si nos atenemos a la relación entre el precio y el valor.**

La mayor parte de la liquidez ha ido destinada a entrar en Almirall, FCC y Jerónimo Martins, así como a reforzar sustancialmente la posición en Técnicas Reunidas. Mantenemos una cartera concentrada, en la que el top 10 pesa un 57%.

Ante las numerosas preguntas surgidas en torno al asunto de la Independencia de Cataluña, nosotros poco podemos añadir respecto a cómo será el desenlace final. Como economistas, no nos compete entrar a valorar los fines que unos y otros persiguen, sino solamente el impacto económico que podrían tener los distintos escenarios posibles. Si no se reconduce la situación, lo lógico es esperar una caída de las inversiones, de la productividad, y por tanto del crecimiento económico. Todos sufriríamos; damos a este escenario una probabilidad reducida, ya que no estamos seguros de que una mayoría suficiente elija perder bienestar. De nuevo el genio apunta la dirección correcta:

"Los Nacionalistas aseguran que existe un conflicto irreconciliable entre los intereses de las diversas naciones, y que un país sólo puede prosperar a costa de los demás. Los liberales no opinan lo mismo, y muy al contrario, precisamente porque quieren enriquecer a la patria, aconsejan recurrir a la Paz y al libre cambio. Lo que separa a los librecambistas de los nacionalistas no es, pues, el objetivo perseguido, sino los medios propuestos para alcanzarlo."

Ludwig von Mises, *La Acción Humana*

Cartera Internacional

El tercer trimestre ha supuesto para la cartera Internacional la oportunidad de vender un ramillete de compañías tras lograr muy buenas rentabilidades (Samsung, DEA, FFP, Thyssen, Savills, Amsterdam Commodities, Dassault Aviation, Fairfax India, Ryanair, Vivendi y Via Varejo). Los frutos de estas desinversiones se destinaron a incrementar las posiciones ya existentes en Cameco, Grupo México, Norilsk, Consol Energy y Eurocash, así como a volver a comprar una vieja conocida nuestra, Range Resources.

De nuevo en esta sede la mejor noticia es el incremento del potencial alcista de los fondos; a fecha de hoy, se sitúa en un 87%, lo que equivale a 225 EUR/participación. Se trata de una cartera concentrada, donde las diez mayores inversiones pesan un 57% del patrimonio, y las 20 primeras un 80%. Seguimos muy invertidos en el sector de materias primas, con una exposición total en torno al 63%, dividida entre el cobre, el níquel, el uranio, el oro, el petróleo y el gas; el 32% restante está invertido en compañías heterogéneas, cuyo denominador común es, en nuestra opinión, una manifiesta infravaloración de su capacidad de generación de beneficios a medio plazo.

El denominador común, sin embargo, de la gran mayoría de empresas cotizadas en nuestro "caladero" habitual, Europa, es la sobrevaloración. Los inversores, huyendo de la escasa rentabilidad que ofrece hoy la Renta Fija, se han convertido en "compradores forzosos" de acciones europeas, llegando a pagar por ellas múltiples

elevados de beneficios también elevados. Esta combinación es suficiente para arrojar fuertes pérdidas "de golpe". Veamos un ejemplo:

La empresa "A" gana 100 millones de Euros en 2017. Ganó 40 mn en el punto bajo de la anterior crisis, y 80mn en el pico del ciclo anterior. Prevé ganar 110mn en 2018.

Los inversores la valoran, de media, a 17 veces los beneficios de 2018, lo que arroja una valoración hoy de $17 \times 110 = 1.870$ mn EUR. Imaginemos simplemente una ligera caída de los beneficios de un 20%. Y pensemos que el mercado pasa a estar dispuesto únicamente a pagar 14 veces por esos beneficios. La aritmética arroja una valoración de $14 \times 88 = 1.232$ mn EUR. Esto supone una caída del 35% de la cotización.

Muchos creen que caídas de beneficio y contracción de múltiplos es un "combo" que sólo se da en las recesiones. Discrepamos. En ellas el beneficio puede perfectamente caer un 40%, y el múltiplo de mercado situarse en 10x. En ese caso, el valor de la Empresa "A" pasaría a ser de $10 \times 66 = 660$, o una caída del...65%!!

Ante esto, algunos argumentan que la solución pasa por buscar empresas sólidas y resistentes, capaces de capear mejor los vaivenes del ciclo. **Sin embargo, asistimos hoy a la caída acelerada de las barreras de entrada (la famosa "disrupción") que han protegido históricamente a estos negocios. Por eso, confiar en que el presente es la mejor guía del futuro nos parece especialmente peligroso ahora.** Porque a valoraciones en general muy elevadas, se añade el mayor riesgo de caída de barreras de entrada en mucho tiempo.

Aunque no pretendemos estar exentos de tales riesgos, las empresas que forman azValor Internacional tienen menos probabilidad de sufrir disrupción en nuestra opinión (una mina de cobre, por ejemplo, no deja de ser muy difícil, y cada vez más cara, de replicar), y sobre todo, cotizan a la mitad de los múltiplos medios del mercado. Con una cartera a 8x beneficios, en general estos riesgos, sin quedar eliminados del todo, se reducen dramáticamente.

Cartera Blue Chips

Nuestra cartera de grandes compañías no ha cambiado sustancialmente en este último trimestre. Como cambios más importantes, hemos vendido en su totalidad Dassault Aviation, Alphabet, Franco Nevada y Samsung con buenas rentabilidades, y entrado en Tenaris y Barrick Gold. Hemos reducido a la mitad la posición en Vivendi tras la rápida revalorización alcanzada, y reforzado la posición en Buenaventura, Cameco, Consol Energy, Grupo México y Range Resources.

La cartera está igualmente muy concentrada, con el top 10 pesando un 60% del total. En términos de solapamiento con la cartera Internacional, las posiciones en compañías de capitalización superior a los 3bln EUR son muy parecidas. Lo que no tiene esta cartera es la exposición a negocios atractivos de menor tamaño como Danielli, Sol, ITE group, Sprott, Ophir, Eurocash, Odet, o Serco entre otros. En la medida en que estas compañías pequeñas, más desconocidas y por ello menos analizadas,

respondan tan positivamente como esperamos, este fondo debería comportarse ligeramente peor que nuestra cartera Internacional. Pero esto no tiene por qué pasar inmediatamente, y podría a corto plazo comportarse tan bien o incluso mejor que la cartera Internacional. En estos momentos tanto Fernando como yo tenemos una exposición a la cartera Blue Chips de entre el 10% y el 20% de todas nuestras inversiones en los 3 fondos. Nuestra recomendación más actualizada para los clientes sería pues asignar un 20% a la cartera Ibérica, un 60% a la Internacional, y un 20% al Blue Chips.

Novedades en azValor

Cumplidos dos años desde nuestra "segunda navegación", queremos en primer lugar agradecer profundamente la confianza depositada en nosotros a los más de 16 mil clientes que nos han confiado cerca de EUR 1.700 millones en gestión. Vamos a seguir trabajando muy duro para continuar creando valor y ofreciendo rentabilidad. Estamos alineados con todos los partícipes, pues tenemos la inmensa mayoría de nuestro patrimonio en los mismos fondos que nuestros clientes.

Tenemos una plantilla de 37 profesionales donde cada uno se esfuerza al máximo por sacar adelante su trabajo de manera excelente, con la ilusión fundada de que esa excelencia se traduzca en algo tan tangible como acabar siendo socios del negocio en un relativo breve espacio de tiempo. En la próxima carta trimestral les comunicaremos las nuevas incorporaciones al plantel de los 9 socios actuales. En este apartado, merece una consideración especial nuestro equipo de analistas, cuyo nivel de esfuerzo y rigor merece una matrícula de honor.

Con la intención de hacer más accesible a nuestros clientes la asimilación de nuestra filosofía de inversión, hemos creado el canal de video [azValor You](#). En él, intentaremos tratar con sencillez cuestiones esenciales del mundo de la inversión. En breve mandaremos una comunicación más concreta sobre este punto.

Nuestra iniciativa solidaria daValor organizó su primer encuentro con clientes y fue un éxito rotundo de asistencia, ilusión, y compromiso por hacer crecer esa cuenta corriente destinada a los más desfavorecidos. Esperamos facilitar una mayor involucración de quien se sienta atraído por estos proyectos, a través de una mejor comunicación por la vía de nuestra página web.

Con esto nos despedimos, agradeciendo una vez más su confianza tras cumplir 2 años. Nuestras rentabilidades desde el inicio no son *en ningún caso* únicamente fruto de nuestro esfuerzo, sino también de su paciencia. Sin ella, nada podríamos hacer. Esperamos poder recompensarla en el futuro con más rentabilidad. Para cualquier cuestión que tengan, pueden dirigirse a nuestro equipo de Relación con Inversores liderado por Beltrán Parages.

Alvaro Guzmán de Lázaro

Director de Inversiones y Consejero Delegado