

28 de enero de 2016

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 ése es el horizonte mínimo al que nosotros invertimos. Entendemos sin embargo que nuestros co-inversores deben tener la información necesaria para juzgar nuestro trabajo. En esta carta no ensalzaremos nuestros aciertos ni esconderemos nuestras debilidades; trataremos, simplemente, de darles la información que nos gustaría recibir si nuestros roles estuvieran invertidos.

A cierre del día 25, azValor Iberia pierde un 9,2% en 2016 (IGBM -10,3%) y un 10,2% desde el comienzo el 13 de Noviembre'15 (IGBM -15,3%). En azValor Internacional perdemos un 10,4% en 2016 (MSCI -8,5%), y un 14% desde el lanzamiento (MSCI -8,1%).

azValor acaba de nacer pero Fernando y yo cumplimos 20 años como inversores en 2016. Recordamos los principales puntos de nuestra filosofía a lo largo de estos años:

- Aunque nos gustan sobre todo los buenos negocios (alto ROCE) y preferimos equipos gestores brillantes y alineados, lo más importante para nosotros es comprar BARATO.
- En general, para comprar barato hay que llevar la contraria al mercado en algo, o mirar a un plazo superior al que mira la media de inversores.
- En general, lo anterior no es cómodo, y quienes lo intentan, ponen en peligro su carrera, porque en este sector los incentivos son a muy corto plazo, y a corto plazo es fácil equivocarse (o difícil acertar). Quien replica los índices no corre este peligro.
- Si nosotros podemos intentarlo es porque nuestros co-inversores nos permiten con su paciencia mirar a más largo plazo que la media.
- Aun así, hemos cometido errores en el pasado, aproximadamente en una de cada diez inversiones. La mayoría (2/3) de los errores se debieron a un exceso de deuda. El resto se concentra en el sector de retail o se debe a tecnologías disruptivas.
- No incluimos en lo anterior los errores de omisión (no invertir en algo bueno). Aunque quien no invierte en algo no puede perder (por mucho que suba), nos sigue doliendo no haber invertido en Inditex, teniéndola en "casa". Hay muchos más errores de este tipo, y los seguirá habiendo...
- La clave pues es encontrar negocios en los que podamos asumir las razones por las que cotizan barato, tratando de aprender de los errores del pasado. Esto exige poner el 100% del foco (nuestro tiempo) en el análisis de empresas. También exige renunciar a tener una opinión de todo lo que está de moda en cada momento, a cambio de tratar de tener la

opinión más sólida en unas pocas cosas. Esto suena más aburrido pero creemos que resulta más efectivo.

Con esta filosofía hemos logrado rentabilidades muy satisfactorias a lo largo de 20 años. Dichas rentabilidades lo fueron a pesar de:

- Haber perdido dinero en 1999, cuando todos lo ganaban invirtiendo en "puntocom's".
- Habernos perdido el boom de las inmobiliarias/banca en España entre 2004 y 2008.
- Haber caído un 60% entre Julio de 2007 y Marzo de 2009.

En todos estos periodos, la pregunta común (ilegitima!) entre muchos inversores fue: "¿Se estarán equivocando esta vez"? **Creemos que aguantar esos momentos duros es la esencia del value investing.**

Veán la película recién estrenada "The big Short" ("La gran apuesta"), y entenderán cómo se siente el gestor (Michael Burry en el film) en esos momentos. Lo que sale menos en la película (también sale, en otros personajes) es que los momentos de pérdidas suelen ser la siembra de beneficios futuros, y eso genera también cierta excitación en los gestores. En estos momentos de caídas, en azValor hay actividad en la oficina de lunes a domingo, y cada uno de los analistas se esfuerza especialmente (¡gracias a todos!), estando algunos de ellos muy excitados ante las potenciales oportunidades de compra. Vamos con ellas.

Nuestra cartera

26 empresas componen **la Cartera Ibérica**. Estas son las principales:

Acerinox (8,1%): Uno de los productores de acero inoxidable más eficientes del mundo, con un sólido balance. El 75% de los productores de níquel está perdiendo dinero y los precios base están cerca de mínimos. Creemos que vale un 70% más de lo que pagamos por sus acciones.

Arcelor-Mittal (7,9%): Líder mundial del acero, comprado tras un 87% de caída. Todos los productores chinos pierden dinero y creemos que esta situación insostenible provocará cierres de capacidad. Si tardan mucho en llegar, puede que se necesite una ampliación, y aunque no es nuestro escenario base, es un riesgo que estamos dispuestos a asumir.

Galp (7,6%): Sus activos en Brasil no han dejado de sorprender positivamente en los últimos 4 años, pero en ese periodo las acciones han caído un 40%. Creemos que vale un 60% más.

Semapa (7,4%): Holding de Portucel, uno de los productores integrados de papel más eficientes de Europa. Vale un 40% más usando el valor de mercado de Portucel, que creemos infravalora la empresa hoy.

43 empresas componen la **Cartera Internacional**. Vamos a dividirla en 3 partes:

1. **37% de exposición directa a compañías de commodities; éstas son las principales:**

Antofagasta (6,5%). Compramos tras un 72% de caída respecto a los máximos de hace ya casi 5 años. Es uno de los productores de cobre más eficientes del mundo, con un balance sólido y una familia que ha demostrado asignar con prudencia el capital, "rara avis" en este sector.

Range Resources (4,6%). Compramos tras un 73% de caída en los últimos 18 meses. Con un buen balance, es uno de los productores de gas más eficientes de USA, donde TODOS los actores pierden dinero a nivel operativo (AISC). Aunque puede haber producción para un par de años más, no existe incentivo a la inversión hasta al menos el doble del precio de hoy.

ALS (4%). Compramos tras una caída del 70% desde Mayo '12. Es el líder mundial en inspección y certificación para la industria minera. Con un ROCE del 28% y un balance sólido, es una vía infravalorada y con mejor ROCE para jugar el deprimido mercado minero.

Rio Tinto (4%). Compramos tras una caída del 60% acumulada desde principios de 2011. Es el productor más eficiente del mundo de mineral de hierro. Con los precios actuales del commodity "para siempre" podría caer un 10%, y con los precios normalizados vale más cerca del triple que del doble. Un 25% de la producción mundial pierde dinero a los precios actuales.

En general en todas ellas existe mucho pesimismo por dudas acerca del consumo futuro de China. Aunque en algún material (por ejemplo, el acero) compartimos esas dudas, nuestra opinión es que el análisis es muchísimo más complejo, y tiene que incluir:

- Un análisis exhaustivo de los costes de cada uno de los actores
- Un cálculo de la probabilidad de cierres de capacidad entre quienes pierden dinero
- Una estimación de la TIR a la que accedería la futura capacidad a los precios actuales
- Una estimación de la oferta y la demanda futura en atención a lo anterior

¡Así, se puede ser negativo en el consumo chino de acero y positivo en Arcelor!

Recomiendo un libro que leí hace tiempo de R. Napier ("Anatomy of a Bear"); en él se explica que un mercado bajista toca fondo cuando las primeras buenas noticias tras años de depresión apenas tienen impacto positivo en las cotizaciones. Nos llama la atención que los cierres anunciados de Votorantim (níquel), Glencore (cobre y zinc), Alcoa (aluminio), etc...no hayan tenido ningún impacto en las cotizaciones. La realidad es que las compañías de commodities llevan 5 años cayendo, y las mejores se apuntan un -70% desde 2011. Ignoramos si es o no el fondo, pero nosotros a estos precios ya nos conformamos con la TIR esperada.

2. **7% de exposición indirecta a compañías de commodities.** Negocios de ROCE infinito/caja neta, afectados indirectamente por la atonía en las commodities.

3. **45% invertido en negocios mejores aunque no tan baratos. Destacan:**

BMW (4,6%): Nos sigue pareciendo la compañía mejor gestionada del sector. A través de la preferente, pagamos 4x beneficios de 2015. Si los beneficios cayeran un 30% el múltiplo sólo sube a 6x, por la cantidad de liquidez que acumula. La valoramos en un 90% más.

Dassault Aviation (4,4%): A nuestro cambio medio pagamos PER 5x por un negocio de 80% de ROCE que conocemos desde hace 13 años y cuya gestión admiramos. Vale un 50% más.

Danieli (3%): Tras caer un 52% en 24 meses, el precio al que invertimos valoraba a cero esta compañía líder mundial en ingeniería de plantas de acero, que ha generado una media de EUR150mn/año de beneficios desde 2005. La valoramos en un 80% más de lo que pagamos.

La economía y el futuro de los mercados

La prensa económica mundial ya se encarga de explicar todo lo que está pasando. Ante eso, nuestra postura es:

1. La economía es la suma de interconexiones muy complejas imposibles de predecir. Desconfiamos de las narrativas oficiales y las correlaciones sin causalidad probada.
2. Somos especialmente escépticos ante la hemorragia de opiniones oportunistas expresadas a golpe de actualidad con una rotundidad desconcertante.
3. Nadie ha logrado acertar de forma sostenida en este campo. Pero aun previendo el devenir de las principales variables Macroeconómicas (imposible), uno tendría que acertar cómo y cuándo las va a descontar el mercado.

Algo distinto es tratar de entender lo que está pasando y buscar las causas. Para ello acudimos a la Escuela Austríaca de Economía en busca de luz. Hoy nos alumbra así:

- Los banqueros centrales son Keynesianos: buscan fomentar la Demanda Agregada y temen la deflación resultante de un exceso de capacidad. Como estos parámetros son discutibles, su aplicación nos preocupa especialmente. En una isla desierta, dos personas tienen una demanda agregada infinita y hasta que no empiecen a cazar o pescar no podrán empezar a comerciar (¡ni a comer!). Si les parece un ejemplo demasiado sencillo, lo podemos complicar: imprime dinero, el USD cae, el petróleo

sube para corregir esa caída del USD, y el tipo de interés lo pongo a cero. El resultado es un canto de sirena a empresarios que se agolpan a invertir en extracción de gas no convencional en USA. Se crean un millón de puestos de trabajo. ¡Bingo! Luego se retira el QE, sube el USD, cae el petróleo, y todos los negocios pierden dinero a nivel de EBIT. Les suben los tipos (la TIR del high yield de energía supera el 15%) y la parada siguiente es la suspensión de pagos. **Nosotros buscamos entender a priori los riesgos incurridos para no sucumbir a esos cantos de sirena. En concreto, estamos más cómodos en negocios que hayan caído mucho desde que empezó la segunda ronda de QEs.**

- **La deuda y la deflación no se llevan bien.** Creemos que los políticos harán lo posible (lo llaman "estímulos") para evitar que el libre mercado depure naturalmente los excesos pasados, cuyo reflejo, la deuda, alcanza hoy máximos en los principales países del mundo. Aunque en algunos como Japón no lo han conseguido (aún), vean esta perla:

"There are no limits to our action to bring inflation up to its target"

Mario Draghi, en la portada de Financial Times del 22 de Enero de 2016

No podemos decir que no hayan avisado...y sí, en efecto, a priori no hay límites... (¿Políticas de obras públicas?, ¿Tipos negativos?, ¿QE adicionales? ¿Renta Básica del Ciudadano?...)

- Históricamente (y más desde que "manda" Keynes) la solución más fácil es la inflación/devaluación de la moneda. Cuando llega, los títulos de renta fija, hoy en máximos por cierto, se convierten en papel mojado. **Si llega, creemos que nuestra cartera protegerá nuestro poder adquisitivo. Y si no llega, pensamos que caeremos menos que la media porque aglutinamos negocios donde ya se descuentan escenarios muy pesimistas.**

Con esto nos despedimos, agradeciéndoles la confianza y el apoyo que nos han mostrado en todo momento. El equipo comercial, liderado por Beltrán Parages, estará encantado de responder a cualquier pregunta que quieran hacernos.

Les deseo un Feliz Año 2016



Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

Director de Inversiones

PD: Acompañamos en apéndice un intento de explicar de forma sencilla la "plantilla Austriaca" que utilizamos para seguir (ique no predecir!) la economía, por si pudiera resultarles interesante

Apéndice 1: Nuestra "plantilla" Austríaca para seguir la economía

1. ¿Cómo surgen las crisis?

Un crecimiento del crédito muy por encima del crecimiento del ahorro genera un boom económico y la percepción en los empresarios de que hay oportunidades. Estos invierten, y al cabo de un tiempo comprueban el error: no hay ahorro sostenible en la economía para comprar las unidades que ellos esperaban vender, y los precios de venta tampoco son los esperados. ¡Se han equivocado en la inversión!

2. ¿Cómo se "arreglan"?

Liquidando esas inversiones erróneas, y dejando que los factores (trabajadores, tierra, capital) vuelvan allí donde haya demanda para ellos. Es necesario pues que haya:

1. Cierres de empresas insolventes. Para esto el despido debe ser fácil.
2. Pocas trabas regulatorias a la creación de nuevas empresas, pocos impuestos, respeto a la propiedad privada y seguridad jurídica (todo esto, para atraer inversiones)

3. ¿Por qué no se arreglan/tardan en arreglarse?

Cuando el mantra de los políticos del mundo entero es evitar el necesario dolor a corto plazo (paro) bloquean la principal puerta hacia la solución. En un entorno de deudas elevadas, el efecto es que las crisis duran más tiempo, las recuperaciones son menos sólidas, y nadie se explica las razones...

4. ¿En qué nos ayuda esta "plantilla"?

Desgraciadamente, **en casi nada de cara a predecir lo que puede pasar**. Sin embargo, nos resulta útil para orientarnos respecto a las consecuencias de las decisiones políticas que se van adoptando. Ponemos algunos ejemplos a continuación (la lista no es exhaustiva):

En **España**, si el nuevo gobierno fomenta la seguridad jurídica, la movilidad de los factores, controla el gasto público y baja los impuestos, se atraerá capital y se crecerá bien. En la medida en que no lo haga, creceremos menos y algunos negocios se podrían ver más afectados que otros (por ejemplo la banca). Mientras sigamos en el Euro, hay menos margen de lo que se piensa para medidas muy dañinas (ver Tsipras: sus promesas y sus actos posteriores). Si saliésemos del Euro, salvo que fuera con dirigentes muy sabios, habrá devaluaciones y un gasto público expansivo, ambas cosas muy negativas.

En **USA** nos fijaremos en si la Fed será capaz de aguantar su plan de subidas de tipos en caso de que los mercados cayeran más, o se debilitara el crecimiento. Si no lo hace, o incluso vuelve a medidas de estímulo, analizaremos el posible impacto en la inflación a futuro, junto a las medidas que adopte el nuevo gobierno tras las elecciones de este año.