

27 de Febrero 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-Dic	YTD*		Ene-Dic	YTD*
azValor Internacional FI	20,3%	5,7%	azValor Iberia FI	15,6%	2,5%
MSCI Daily Net TR Europe Euro **	2,6%	3,3%	IGBM Total **	2,7%	2,9%
Rent. Vs. Índice	17,7%	2,4%	Rent. Vs. Índice	12,9%	-0,4%
MSCI World	5,3%	5,2%	IGBM	-2,2%	2,3%
Rent. Vs. Índice	15,0%	0,5%	Rent. Vs. Índice	17,8%	0,2%
**Incluye dividendos		*21/02/2017	**Incluye dividendos		*21/02/2017

Cerramos el año 2016 con un 20,3% de rentabilidad en azValor Internacional y un 15,6% en azValor Iberia, superando en ambos casos de forma muy holgada a los índices respectivos. Detrás de este éxito hay fundamentalmente dos factores:

1. Nuestra inversión en buenas compañías a precios muy atractivos.
2. La paciencia de ustedes, nuestros clientes, para no reembolsar el fondo cuando caímos casi un 20% a mediados de Enero del año pasado.

**Nuestro estudio vale de muy poco sin su paciencia.** La combinación de ambas es la razón de las fuertes rentabilidades generadas para nuestros inversores a lo largo de tantos años: nosotros como pilotos, y ustedes de copilotos.

Creo que esta asociación tiene aún sus mejores cotas por conquistar, ante el acortamiento manifiesto de los horizontes de inversión de nuestros competidores, y el auge sin pausa de la gestión pasiva. En efecto, si la mayoría del dinero invertido en los mercados busca replicar un índice (gestión pasiva) o batirlo trimestre a trimestre (gestión activa cortoplacista), se va creando un hueco para aquéllos que miran a más largo plazo como nosotros. Pero mirar a largo plazo resulta posible SÓLO si ustedes, nuestros co-inversores (subrayamos co-inversores, porque los gestores invertimos en los mismos fondos que usted) también miran a largo plazo.

Por eso en azValor tenemos un equipo de 15 personas, lideradas por Beltrán Parages, cuya misión diaria es ayudarles a poner el foco en el largo plazo. Recordemos algunas de las guías de este "manual" que diariamente compartimos con los que se acercan a nuestras oficinas:

1. Invertir EXCLUSIVAMENTE las cantidades que NO se vayan a necesitar en los próximos 4-5 años.

Son muchos los clientes que nos han traído una cantidad X para invertir y han salido invirtiendo la mitad, ...o nada, ante el consejo de nuestros asesores de respetar el punto 1. Si se invierte lo que uno puede necesitar, no podrán aguantarse las caídas que inevitablemente siempre se producen de vez en cuando en la renta variable, y que son precisamente OPORTUNIDADES, no para vender "forzado por la necesidad", sino todo lo contrario, para invertir más si se puede.

## 2. Confiar en la gestión evitando saltar de copiloto a piloto

Hay un dato demoledor en la industria de los fondos: la mayoría de los clientes NO logra alcanzar la rentabilidad histórica del fondo en el que está invertido. La razón es sencilla: suelen comprar el fondo cuando éste ya ha subido mucho, y suelen reembolsar cuando hay caídas fuertes. Nosotros creemos que el mejor antídoto es confiar en los gestores y en la cartera de compañías seleccionadas. Los errores más comunes son:

- *"Como el fondo ya ha subido mucho, me cambio y espero a que corrija para volver a entrar"*: Nosotros YA vendemos en el fondo las compañías que suben, cambiándolas por otras igual de buenas que hayan caído. De hecho, ése es todo nuestro trabajo diario: seguir buscando compañías baratas para ir reemplazando a las que se encarecen.
- *"Creo que la bolsa va a subir/caer, y por eso voy a entrar/salir esta semana"*: ésta es la razón principal por la que los inversores obtienen menos rentabilidad que el fondo en el que están. Si nuestros clientes confían en un método basado en el estudio en profundidad de las compañías, no tiene mucho sentido cambiarlo de repente por una intuición sobrevenida (en general con gran margen de error).

## 3. Internalizar esta identidad: "soy dueño de negocios muy sólidos que ganan dinero en todas las partes del planeta, y los he comprado a precios muy atractivos"

Es evidente que lo anterior sólo es cierto si los gestores no nos equivocamos demasiado, por ejemplo comprando malos negocios, o comprando caro. Pero usted, querido co-inversor, está leyendo esto porque ha confiado en nosotros. Si, más allá de esta confianza en las personas, logramos en azValor explicarle bien:

- \* por qué nos gustan los negocios que hemos comprado,
- \* por qué son difícilmente copiables por la competencia,
- \* por qué confiamos en los equipos directivos que los lideran,
- \* qué factores en liza nos han permitido comprarlos baratos,
- \* por qué razones nos hemos equivocado cuando nos equivocamos

...y logramos lo anterior (sin dar demasiadas pistas a nuestra competencia), entonces usted estará en posición de lograr vencer el impulso interno de vender en el peor momento. Este es el objetivo primordial de cartas como ésta y de nuestra conferencia anual.

## Las Carteras

Tanto azValor Iberia como azValor Internacional tienen negocios de calidad comprados a precios atractivos y con potencial de subida significativo.

Las principales características fundamentales de ambas carteras son las que reflejan la siguiente tabla:

### Cartera Ibérica

FCF Yield	9,1%
Roce	17,70%
Potencial	46%

### Cartera Internacional

FCF Yield	14,60%
Roce	49,50%
Potencial	52%

Con el ánimo de ilustrar cómo tomamos las decisiones de inversión, vamos a repasar algunas de las posiciones que ya hemos vendido. Entre los ejemplos, además de aciertos vamos a hablar también de un error de inversión. Creemos que el análisis de los errores proporciona tanta información o más que los aciertos.

### Técnicas Reunidas (+65% en 11 meses)

- ¿Por qué se trata de un negocio difícil de copiar?

Aunque los negocios de ingeniería, en general, no disfrutan de barreras de entrada sólidas (el ingeniero puede marcharse y ponerse por su cuenta en teoría), en el segmento de grandes proyectos (nicho de TR) los clientes exigen altísimos credenciales técnicos, y una solidez financiera muy elevada. Así, no es fácil que un grupo de ingenieros de TR logre que un cliente de Arabia le encargue una planta así como así. La prueba es que en los proyectos grandes donde compite TR, casi siempre ofertan las mismas compañías desde hace años.

- ¿Por qué nos gusta quién la gestiona?

La familia Lladó, fundadores y principales accionistas, gestionan la compañía y se "juegan" su patrimonio junto al nuestro. Así, ante la tentación recurrente de bajar el precio para competir en los concursos (algo muy común cuando el CEO no es el dueño, y más si sus incentivos son sobre la cartera de pedidos) Juan Lladó y su equipo han demostrado prudencia y disciplina en las ofertas históricamente, porque su incentivo es ganar dinero, no ganar concursos.

Quienes bajando precios ganan concursos temporalmente parecen "genios". Pero cuando el ciclo cambia o se ha sido excesivamente agresivo ofertando y aparecen las primeras complicaciones de ejecución, las pérdidas se amontonan rápidamente y pueden dar al traste con el trabajo y beneficios de años. En el sector abundan casos como los de Saipem, donde tras sucesivos *profit warnings*, el precio por acción acumula una caída del 90% desde máximos; también Amec Foster Wheeler, CGG, etc., son compañías que atraviesan graves problemas de ejecución y de resultados y fuertes caídas en el precio de sus acciones.

En las compañías en que hay un "dueño" esto es mucho más difícil que suceda. Buen ejemplo de la prudencia con que se rige TR es el año 2011, en que se produjo una "guerra" de precios motivada por las ingenierías coreanas. TR se mantuvo al margen a pesar de que le "costó" publicar una cifra de adjudicaciones muy inferior a las expectativas de mercado, asumiendo la decepción y críticas de los analistas bursátiles. A posteriori, los problemas por los que atravesaron las ingenierías coreanas demostraron que había sido la estrategia correcta. No obstante lo anterior, TR sabe ganar contratos y generar beneficios con ellos, y así en los últimos 12 años la cartera de pedidos ha crecido a un ritmo del 25% anual. Otra

muestra de prudencia es que nunca han comprometido el balance, lo que demuestra su visión de largo plazo.

- ¿Por qué pudimos comprar barato?

A principios de 2016 la compañía publicó un *profit warning* debido a un proyecto en Canadá. El origen del problema fue uno de los subcontratistas, la ingeniería americana KBR. No obstante, TR abordó el problema de raíz y respondió ante el cliente garantizándole la mejor entrega posible sin sobrecostes. El mercado reaccionó violentamente con una caída del precio de la acción del 25% ese mismo día, en lo que parecía descontar que el episodio era el primero de una serie, como así comenzaron a especular varios analistas, dudando de la calidad de la cartera de pedidos de la compañía. En azValor aprovechamos la circunstancia para comprar TR a 21-22€ por acción, o 6x los beneficios normalizados, con caja neta en el balance de casi un 40% de su valor de bolsa entonces, y con la cartera de pedidos en máximos históricos.

*Hoy Técnicas Reunidas cotiza a unos 37€ por acción; es un buen ejemplo en nuestra opinión de cómo una empresa sólida, con caja neta, y gestionada por sus dueños, se puede adquirir en bolsa a un precio muy bajo. La clave como siempre decimos no es ser un genio, sino estar dispuestos a esperar entre 3 y 5 años antes de ver beneficios. EL mercado tardó mucho menos, sólo 11 meses, en reconocer el valor de TR, aunque para nosotros no es lo relevante: si hubiera tardado 3 años, en vez de una TIR del 72%, habríamos logrado un satisfactorio 18% anual.*

#### Metro Bank (+60% en 6 meses)

- ¿Por qué se trata de un negocio difícil de copiar?

Metro Bank es un pequeño banco con base en Londres cuyo sencillo modelo de negocio descansa en una calidad del servicio muy superior a la de los grandes bancos británicos; así, MB logra captar pasivo a un coste muy bajo. Para la gran banca, copiar a Metro Bank requeriría incurrir en grandísimos costes y riesgos, y reinventarse tanto que tendrían casi que "morir para volver a nacer".

- ¿Por qué nos gusta quién lo gestiona?

Metro Bank fue fundado en 2010 por un empresario americano que ya había cosechado un tremendo éxito en su país natal donde fundó, en 1973, un banco con un modelo de negocio de gran servicio al cliente y agilidad en las operaciones, y que logró una rentabilidad anualizada para sus accionistas de más del 20% en sus más de 20 años de vida, antes de ser vendido a un banco más grande. Dicho empresario sigue siendo el principal accionista y presidente de Metro Bank.

En Metro Bank existe una profunda cultura corporativa de servicio al cliente y un gran compromiso del equipo y los empleados gracias a un buen sistema de incentivos, incluyendo fomentar el sentimiento de propiedad de toda la organización por la vía de hacer a los empleados accionistas del banco.

- ¿Por qué pudimos comprar barato?

Desde que el banco salió a bolsa a principios del 2016 parecía cotizar caro. Tras el Brexit el precio de la acción cayó en bolsa, que unido a la depreciación de la libra hacía que la corrección fuera aún mayor al medirla en euros. Esto nos llevó a analizar MB a fondo y comprender que la capacidad de generación de

beneficios estaba "oscurecida" por el fuerte y rápido ritmo de crecimiento: la gran mayoría de sus oficinas estaban muy lejos de su nivel de madurez y, por tanto, el margen de contribución del negocio incremental era altísimo puesto que los gastos son fundamentalmente fijos. Ajustado por este aspecto, y tras las caídas provocadas por el Brexit, el banco no estaba, como parecía a primera vista, cotizando caro.

*MB es otro ejemplo de negocio bueno, con cultura de dueño, financieramente sano, y con perspectivas de altos crecimientos, al que el mercado nos permitió acceder de forma puntual a un precio extraordinario. En este caso el mercado no tardó mucho en rectificar "su error", impulsando las acciones un 60% en tan solo 6 meses..*

### Eurodisney (+63% en 10 meses)

- ¿Por qué se trata de un negocio difícil de copiar?

Eurodisney solo hay uno: es el primer destino turístico de Europa, líder entre los parques temáticos en el continente. Además de dos parques temáticos, la compañía tiene en propiedad hoteles, restaurantes y 2.230 hectáreas urbanizables.

- La situación puntual del activo

En este caso no nos gustaba nada la gestión: The Walt Disney Company (TWDC) había abusado en nuestra opinión de Eurodisney, cobrando excesivas royalties y gastos de gestión, lo que generó abultadas pérdidas y deudas que llevaron a una caída de sus títulos del 70%, circunstancia que aprovechó TWDC para incrementar su participación desde menos del 40% hasta el 76% del capital.

En ese momento se dieron 2 circunstancias atractivas: un dueño, ahora sí "suficientemente" interesado (76% del capital), y un activo único que en nuestra opinión valía mucho más. Estudiamos a fondo el caso de su equivalente japonés, Oriental Land, y comprobamos cómo ligeras mejoras en asistencia producen drásticas mejoras en resultados. Precisamente en 2017 se preparaba el 25 aniversario del parque y, en general, un importante empuje en la pobre cifra de asistencia de los últimos años, gracias a nuevas atracciones. Adicionalmente, un inversor activista instó la realización de una valoración independiente de la compañía que dio un resultado de 3,7€ por acción, casi tres veces el precio al que compramos.

- ¿Por qué pudimos comprar barato?

Eurodisney es una compañía pequeña, de limitado volumen de negociación, sin cobertura por parte de analistas, con un pobre historial de rentabilidad y, todo ello, "aderezado" con una controversia legal entre sus principales accionistas, que añaden incertidumbre y complican la situación. Una compañía con estas circunstancias está fuera del radar de la mayoría de inversores profesionales, que prefieren situaciones mucho más sencillas.

Unos meses después de nuestra primera inversión, The Walt Disney Company hizo una OPA por la totalidad de la compañía a 2€ por acción, un 65% por encima de nuestro coste de adquisición.

*Eurodisney es otro ejemplo de lo que puntualmente ofrecen los mercados al inversor paciente: un negocio único a un precio deprimido por la suma, en este caso, de una serie de circunstancias temporales. De nuevo la paciencia era imperativa en este caso, ya que TWDC podría haber hecho la OPA un año más tarde, o no haberla hecho nunca...el caso es que comprando negocios únicos a buen precio este tipo de situaciones se produce con bastante frecuencia.*

Como la idea de estas cartas no es ensalzar nuestros aciertos sino explicar nuestro proceso inversor, creemos obligatorio hablar de los errores que hemos cometido.

### CTT, Correios de Portugal (-10% en 4 meses)

- ¿Por qué nos gustó?

Como ocurre en casi todo el mundo, el negocio de correos de CTT es un negocio en declive, con volúmenes que caen entre el -3% y -5% anualmente por la sustitución digital de casi todas las categorías de correos y, en especial, de algunas de las principales, como las facturas. Estas caídas en volumen se ven mitigadas en ingresos por incrementos de precios y el crecimiento de otras líneas de negocio, y se terminan por convertir en crecimiento en resultados gracias a la existencia de importantes "palancas" para reducir costes.

Además, CTT tiene una muy fuerte posición de caja neta (>30% del valor de capitalización) que le confiere gran capacidad de resistencia y tiempo para abordar algunas avenidas de crecimiento interesantes como son: a) un banco que parte de aprovechar red de oficinas más densa del país y unos competidores en estado de grave debilidad, y b) un incipiente pero prometedor negocio de paquetería que viene con el "viento de cola" del crecimiento del comercio electrónico. El equipo directivo nos gusta y en el accionariado sobresale un reconocido empresario portugués.

Tras una caída desde los máximos de 10,6€ a 6€ por acción (-43%), CTT cotizaba a 8x beneficios y una rentabilidad por dividendo de más del 7,5%, lo que nos parecía una valoración excesivamente negativa.

Conscientes del riesgo de un negocio en declive, y a pesar de haber invertido con éxito en el pasado en CTT y en su homónimo belga, Bpost, decidimos invertir solo un 1% de la cartera ibérica. En nuestra trayectoria como inversores ya conocemos el daño que puede causar un negocio en declive (el lector quizá recuerde cuando invertimos hace 10 años ya en los periódicos regionales americanos); y con dolor, comprobamos igualmente como si el declive es suficientemente importante casi cualquier valoración a priori atractiva termina demostrándose como una "trampa de valor".

- ¿Qué pasó?

A principios de este año CTT hizo un avance de resultados de 2016 rebajando la previsión del volumen de correo (al -4,2% vs -3%). A esto se sumó que el gobierno portugués hizo público el objetivo de ahorrar costes de franqueo en todas las comunicaciones públicas fomentando la adopción del correo electrónico. El precio de la acción cayó a los niveles cercanos a 5€.



- *¿Cuál ha sido el impacto?*

Ante un escenario en la evolución del volumen de envíos postales todavía más negativo, el atractivo de invertir en CTT dependía enteramente de la capacidad de extraer ahorros importantes en costes o del éxito del nuevo banco. Ambas cosas son probables, pero ante la identificación, en ese momento, de alternativas de inversión más claras decidimos vender, perdiendo solo un -0,015% en la cartera ibérica, neto de ajustar por el dividendo recibido. No descartamos volver a invertir, pendiente del resultado de seguir profundizando en los dos capítulos ya mencionados, los ahorros de costes y el proyecto del nuevo banco CTT.

En cada una de las inversiones que hacemos estamos expuestos a cometer un error. En los últimos 15 años nos hemos equivocado en un 10-15% de las inversiones realizadas. Dos tercios de los errores se debieron a un exceso de deuda en las compañías. Y un tercio, a situaciones de disrupción tecnológica. Nos seguiremos equivocando en el futuro con una probabilidad del 100%, y nuestro reto será equivocarnos menos, equivocarnos distinto (no repetir los mismos errores), y limitar el peso en cartera de las equivocaciones.

### El entorno

No hay nada significativo de importancia respecto a lo señalado en nuestras últimas cartas trimestrales. A modo de recordatorio breve, nos preocupa el exceso de deuda en el mundo desarrollado y la insistencia de la banca central en poner parches a heridas que sólo el libre mercado puede curar. Ahora que parece que algunas poblaciones han optado por cambiar de médico, pasando la batuta a los políticos, veremos qué hacen éstos. Su margen no es muy grande, y salvo excepciones, sus planteamientos no son los correctos. Siempre pueden llegar políticos valientes que apliquen la plantilla correcta con visión de largo plazo, pero la probabilidad es baja. Seguimos pensando que políticos y banqueros centrales acabarán logrando su objetivo de conseguir inflación, lo que en nuestra opinión es muy negativo para la sociedad en general.

*En ese entorno creemos que los tenedores de títulos de renta fija sufrirán especialmente, y que la mejor protección es una cartera de compañías que hagan algo difícil de copiar, con balances sanos, gente al frente que se juegue su dinero, y compradas a precios atractivos, con una visión de largo plazo.*

### Novedades en azValor

*En el área de partícipes*, somos ya más de trece mil los inversores que hemos confiado en los diferentes productos de inversión de azValor, sumando un volumen bajo gestión en el entorno de los 1.700 Millones de Euros.

En los Fondos de Inversión somos ya 11.800 partícipes, en Fondos de Pensiones más de 1.800 y en relación al resto de vehículos, azValor Value Selection SICAV cuenta con más de 300 accionistas y azValor International SICAV Lux con más de 500.

Uno de nuestros fondos, el azValor Internacional, ha alcanzado los 1.000 M de Euros de activos bajo gestión, cifra que ha conseguido en poco más de 14 meses de vida. Gracias a la confianza de nuestros inversores este fondo pasa a formar parte del selecto club de los fondos "unicornio". No hay muchos en el mercado español y menos aún que sean de renta variable pura.

Por otra parte, en febrero hemos lanzado un nuevo fondo, azValor Blue Chips. Este fondo sigue la misma filosofía de inversión que los ya existentes con la diferencia que se centra en compañías de alta capitalización, limitando la mayor parte de la inversión a empresas con más de 3.000 Millones de Euros de capitalización bursátil. Por lo demás, seguirá los mismos principios y filosofía que los fondos azValor Internacional y azValor Iberia.

*A nivel operativo*, cerramos el ejercicio 2016 con más de 17.000 operaciones procesadas sin incidencias relevantes gracias a una plataforma operativa cada vez más robusta, sobre la que seguimos trabajando para dotarla de mayores funcionalidades. En esa línea destaca el nuevo servicio de contratación de segundas operaciones en fondos de inversión con firma vía sms, lo que permite a los inversores poder hacer operaciones totalmente online sin necesidad de imprimir ni firmar ningún documento físico.

*En cuanto a Recursos Humanos*, tuvimos 11 incorporaciones en 2016, cerrando el año con 36 empleados. De ellos, 5 nuevos socios se han unido a los 4 fundadores, a finales del año pasado. Esperamos que este número de socios siga creciendo en los próximos años.

Los 4 socios fundadores hemos colaborado en la confección de esta carta de cierre del año 2016. Ha sido un año duro en muchos aspectos y tremendamente gratificante en otros. Ojalá la adversidad nos haya hecho crecer, y nunca dejemos de agradecer todo lo bueno. Podemos asegurarles que cada día los cuatro damos gracias por la oportunidad de dedicarnos a lo que más nos gusta junto a la gente que queremos.

Con esto nos despedimos, agradeciéndoles la confianza depositada en nuestra gestión. Esperamos verles a todos ustedes en nuestras próximas conferencias de Madrid y Barcelona los días 6 y 22 de marzo. Es el momento del año en el que pueden aprovechar para preguntarnos cualquier cosa que deseen. Entretanto, el equipo comercial, liderado por Beltrán Parages, estará encantado de responder a cualquier pregunta que quieran hacernos.

Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

Fernando Bernad Marrasé

Sergio Fernández-Pacheco Ruiz-Villar

Beltrán Parages Revertera