

10 de Mayo de 2018

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-mar		ene-mar
<b>azValor Internacional FI</b>	<b>-4,9%</b>	<b>azValor Iberia FI</b>	<b>-1,2%</b>
MSCI Daily Net TR Europe Euro **	-4,3%	85% IGBMT** / 15% PSI 20 TR	-2,8%
<b>Rent. Vs. Índice</b>	<b>-0,6%</b>	<b>Rent. Vs. Índice</b>	<b>1,6%</b>

\*\*Incluye dividendos

\*\*Incluye dividendos

Lo más interesante del primer trimestre fueron los días de fuertes caídas en los mercados en el mes de febrero. Como profesionales que hemos trabajado la valoración de las empresas en detalle y con exhaustividad, los días de fuertes caídas los vivimos como niños con cubos cogiendo caramelos que llueven del cielo. Ustedes, los clientes, son el 50% de esta ecuación con su actitud de largo plazo: ¡Si nos quitaran los cubos, no podríamos hacer nada! La inversión bursátil tiene algo de perverso, porque en general cuando llueven caramelos, todos los clientes creen que son más bien bombas, y quieren "poner a salvo sus cubos". Y cuando luce el sol y no hay ni una nube, se arremolinan en torno a los gestores para darles sus cubos... ¡en época de sequía!

Nosotros estamos orgullosos de tener clientes como usted, que, por norma general, no ve bombas donde hay caramelos, y además, no nos suele "retirar los cubos" en plena siembra. Nosotros entendemos que este voto de confianza nos obliga a mantener dos actitudes fundamentales:

a/ En primer lugar, a alcanzar el mayor nivel de honestidad que se le puede exigir a un profesional. En este negocio esto pasa por:

- (i) Juntar "nuestros cubos con sus cubos". No vale coger caramelos con los cubos de los clientes y a la vez guardar los propios por si acaso. *(invertimos nuestros activos financieros en los mismos productos que usted).*
- (ii) Ser consciente de que si tengo demasiados cubos en las manos, llevo otro en la cabeza e incluso uno en los dientes... pierdo capacidad de maniobra para coger los mejores caramelos que caen del cielo. *(tenemos el compromiso de cerrar nuestros fondos cuando alcancemos EUR 2,500mn).*

b/ En segundo lugar, como la honestidad sin capacidad en este negocio no sería suficiente, nuestra respuesta a su confianza nos obliga a tratar de mejorar constantemente nuestras capacidades. Esto implica trabajo, estudio, viajes y cientos de conferencias al año por parte del equipo de gestión y análisis. También, no dejar de avanzar e invertir en formación del departamento de análisis; y finalmente, seguir permanentemente contratando capacidades complementarias a las nuestras; porque, aunque la prensa con cariño nos tacha muchas veces de "gestores estrella", ya saben que nosotros, pese a 20 años de buenos resultados, nos vemos más bien como gestores que para no acabar "estrellados" eligen trabajar a conciencia y buscar gente más lista que nosotros que complementa nuestras habilidades.

### Cartera Ibérica

En el primer trimestre del año la cartera ibérica tuvo un comportamiento absoluto negativo del 1,2%, algo mejor que el de su índice de referencia, que perdió un 2,8%. A la fecha de hoy sin embargo, azValor Iberia ya sube el 4,6% en el año, batiendo a su índice de referencia.

Como siempre, en el trimestre hemos aprovechado para vender en parte (Mota, Técnicas Reunidas, Jerónimo Martins) o en su totalidad (Mas Móvil, Viscofan, Semapa) compañías que habían subido significativamente; y a la vez comprar otras nuevas (Codere, OHL y Prisa) o ya en cartera (Almirall, Acerinox) con cotizaciones más atractivas.

De entre las nuevas compras que hemos hecho, consideramos que las tres son situaciones un poco especiales. En el caso de **OHL** es la primera vez que compramos en los 20 años que llevamos siguiendo la empresa. Lo hicimos, en los días posteriores a un desplome de más del 30%; la razón es que tras la venta del negocio de concesiones, el grupo tiene más caja neta de lo que vale en bolsa: así, el mercado, escéptico a más no poder, nos "regala" el negocio de construcción del grupo. Conocemos las tesis más severas respecto a la compañía, y no pretendemos desvirtuarlas del todo. Sin embargo, nos parece que hay partes del negocio constructor (España, partes de USA) que claramente tienen valor, y otras que encierran opcionalidad (Latam, EE), por lo que la penalización del mercado podría haber sido excesiva. Conscientes de que OHL se encuentra en medio de un cambio de gestión, y de la complejidad del negocio constructor, hemos limitado al 2% del fondo nuestra exposición al grupo.

En el caso de **Codere** hemos aprovechado el escaso seguimiento de la compañía por parte de la comunidad inversora para hacernos con activos de cierta calidad en zonas geográficas atractivas a un precio muy razonable.

Y en **Prisa** entramos tras la ampliación de capital, una vez que el riesgo financiero ya se ha reducido mucho, atraídos por el extraordinario negocio de Santillana, con mucha exposición a un país como Brasil que está apenas al comienzo de un ciclo económico positivo tras años de muy dura crisis.

*Así, hemos logrado incrementar ligeramente el valor estimado de la cartera ibérica hasta los EUR 205 por participación, lo que sugiere un potencial del 46% todavía.*

## Cartera Internacional

En el primer trimestre del año la cartera internacional perdió un 5%, ligeramente más que su índice de referencia. A la fecha de hoy, sin embargo, y tras un comportamiento reciente muy positivo, azValor Internacional ya sube el 5,1% en el año, batiendo holgadamente a su índice de referencia.

Como indicamos en cartas anteriores, ([Carta 4T 2017](#)) seguimos pensando que nuestra cartera está significativamente más barata que el conjunto de los índices, y que además, las empresas que la forman tienen muy buenas perspectivas de beneficios. El mercado parece haber empezado a reflejar esta realidad, a la que vemos todavía un recorrido muy significativo.

A nivel de compañías lo más relevante se produjo en torno a la volatilidad del mes de Febrero, donde tuvimos la fortuna de que dos posiciones de importancia como Shutterstock y Trip Advisor tuvieron fuertes subidas en medio de las significativas caídas de la generalidad del mercado; esto lo aprovechamos para venderlas a buenos precios y reinvertir en otras como Ensco, Transocean, Diamond Offshore o Hudson's Bay, todas ellas compradas a precios muy atractivos, con una visión de largo plazo.

La cartera sigue muy concentrada: estamos invertidos en 38 compañías y las 15 primeras posiciones suman un 74% de la cartera. Algunos empiezan a conocernos como "la gestora de las materias primas", y es cierto que tenemos una gran exposición a este sector. Sin embargo, nosotros pensamos que somos "la gestora que compra barato", aunque para ello haya que ir a las materias primas. Y ya dentro de que en efecto la exposición al sector AHORA es elevada, creemos que la forma correcta de entender nuestra cartera NO es categorizarla ("materias primas"), sino entenderla como una serie de situaciones muy puntuales que presentan una oportunidad fabulosa. ¡Y esto, si se piensa despacio, es muy distinto!

Por ello, nosotros creemos que por ejemplo Buenaventura o Grupo México tienen mucho más potencial que Antofagasta en el caso de que el precio del cobre se mantenga elevado. La semana pasada vimos como nuestra empresa Consol Energy, expuesta al carbón americano, subía con sus resultados un 25%, mientras que su competidor Arch Coal caía más de un 20% en esa misma semana. ¡Mismo sector, resultados diferentes! Son solo dos ejemplos, pero válidos para ilustrar la generalidad de la cartera.

Quien se conforme con la categorización (icierta en parte!) de que "azValor Internacional es un fondo de materias primas", no podrá explicar por qué "nuestro carbón" sube cuando caen las grandes empresas de carbón... Y la razón es que tal categorización, para ser verdad, implicaría que nuestro "alfa" es cero. O dicho de otro modo, que "una vez subidos en el barco de las materias primas, no podremos desligarnos del destino de ese barco". Y aunque hay parte de verdad (Grupo México

no subirá si el cobre se desploma, y Cameco no subirá si el uranio se hunde). *también hay una sobre-simplificación que afecta precisamente a lo nuclear del acto de invertir: descubrir qué barcos, con el mismo mar, pueden llegar más lejos con el menor riesgo posible.* Tan reduccionista es la narrativa que surge la pregunta de su validez cuando se aplica a otros sectores. Fíjense en la siguiente tabla, que recoge, dentro de cada sector, la mayor subida y la mayor bajada en los dos últimos años.

SECTOR	MEJOR	PEOR	DIFERENCIA
Telecomunicaciones	Masmóvil (+470%)	British Telecom (-43%)	513%
Oil & Gas	Neste Oyj (+141%)	Petrofac (-42%)	183%
Materias Primas	Anglo American (+175%)	Outokumpu (-31%)	206%
Bancos	HSBC (+85%)	Banco Popular (-100%)	185%
Construcción	Sika (+94%)	Boskalis (-23%)	117%
Ocio	Lufthansa (+93%)	Greene King (-39%)	132%
Automóviles	Fiat Chrysler (+184%)	Renault (+11%)	173%

Fuente: Bloomberg, Mayo de 2016 a Mayo de 2018, retorno absoluto en divisa local.

Esta tabla es suficiente para alertar del riesgo de catalogar una inversión EXCLUSIVAMENTE por el sector al que pertenece. Se ve claramente como no es lo mismo haber invertido en Mas Móvil que en British Telecom, aunque ambas sean "telecos" (una diferencia... ¡del 500% entre una y otra!); no es lo mismo haber invertido en HSBC que en el Banco Popular, aunque ambos sean bancos. Por eso, nosotros mantenemos que más que "invertidos en materias primas", tenemos una cartera muy especial de unas pocas compañías muy infravaloradas. Nuestro reto es que con el tiempo las nuestras acaben a la izquierda de la tabla.

*El valor estimado de la cartera internacional ha seguido subiendo y alcanza ya los EUR 250 por participación, lo que sugiere un potencial de revalorización del más del 100%.*

## Novedades en azValor

En este primer trimestre hay muchas novedades importantes en azValor.

Quizás lo más destacado es el fichaje de **Javier Sáenz de Cenzano** – hasta ahora **Director de Análisis de Morningstar EMEA** – como responsable del fondo de managers **externos**. Cuando el producto esté listo a nivel regulatorio, todos podremos invertir en los mejores gestores del mundo, aquellos que llevan muchos años generando rentabilidades extraordinarias en zonas a las que nosotros, por nuestras limitaciones, no podemos acceder. Javier lleva casi 20 años escudriñando gestores, y tiene la experiencia y la ilusión para llevarlo a cabo. Nosotros y quizás algunas personas más, le ayudaremos.

La **oficina de Londres** está ya funcionando a pleno rendimiento: en una semana normal, pasan por allí como mínimo 15 empresas de todos los lugares del mundo. En este negocio cuantas más piedras se levanten más cosas interesantes encuentra uno,

como decía Peter Lynch... Nuestro analista Jorge Cruz ha pasado un mes allí y otros irán acudiendo en los próximos meses para ensanchar su campo de acción y coger más experiencia en las reuniones con compañías. Se trata de una iniciativa fundamental para azValor, y me gustaría agradecer especialmente la dedicación y el cariño mostrados en todo momento por el responsable de la oficina inglesa, Michael Alsalem.

A finales de mayo, Fernando y yo intervendremos juntos como ponentes en la prestigiosa **London Value Investor Conference**, el foro más importante de Europa en inversión, al que azValor acude como gestora española invitada por la organización.

Dentro del permanente interés por mejorar el contacto directo con nuestros participantes, les adelanto que, en breves días, pondremos en marcha la iniciativa **"Un Café en azValor"**; para mantener el suspense, déjenme adelantarles solo la idea: cualquier cliente podrá compartir, de forma cercana en torno a un café, las cuestiones de su interés con Fernando o conmigo. Para los detalles, estén atentos a nuestra página web.

Asimismo, azValor Asset Management ha sido invitada por la Universidad Complutense de Madrid para dirigir uno de los **cursos de verano que se celebran en la localidad madrileña de El Escorial**. Una excelente oportunidad para difundir la cultura de inversión y tomar contacto con alumnos interesados en adquirir conocimientos acerca de las mejores estrategias para rentabilizar sus ahorros. Este curso se desarrollará los días 25, 26 y 27 de Julio. En breve tendrán una información completa del mismo a través de nuestra página web.

Con esto nos despedimos, agradeciendo su confianza. Para cualquier cuestión que tengan, no duden en ponerse en contacto con nuestro Equipo de Relación con Inversores.

Atentamente,

Alvaro Guzmán de Lázaro

Director de Inversiones y Consejero Delegado