

12 de Diciembre 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 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-Sept	YTD*		Ene-Sept	YTD*
azValor Internacional FI	18,2%	20,5%	azValor Iberia FI	9,0%	14,5%
MSCI Daily Net TR Europe Euro**	-3,3%	0,8%	IGBM Total**	-5,1%	0,3%
Rent. Vs. Índice	21,5%	19,7%	Rent. Vs. Índice	14,0%	14,2%
MSCI World	3,8%	5,9%	IGBM	-8,4%	-4,3%
Rent. Vs. Índice	14,4%	14,7%	Rent. Vs. Índice	17,4%	18,8%

\*\* Incluye dividendos \*09/12/2016 \*\* Incluye dividendos \*09/12/2016

Tanto a cierre del tercer trimestre como a la fecha de hoy mantenemos una diferencia de rentabilidad positiva muy abultada en relación a nuestros índices de referencia, tanto en la cartera Ibérica como en la Internacional.

El fondo de pensiones azValor Global Value (80% de azValor Internacional y 20% de azValor Iberia) muestra una rentabilidad diferente al haber sido lanzado a mitad de año. En 2017 su rentabilidad será el 80%/20% de la que hagan azValor Internacional y azValor Iberia respectivamente.

## Las Carteras

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

En esta tercera carta del año hemos pensado que podría ser una buena idea ilustrar las carteras con un ejemplo concreto de inversión, y hemos elegido las **Acciones Preferentes de Hyundai (4% de peso en azValor Internacional)**. Antes de entrar a exponer nuestro razonamiento, queremos compartir una cita con la que nos identificamos especialmente:

*"Toda verdad pasa por tres fases. Primero, es ridiculizada y caricaturizada. Después, combatida. Finalmente, aceptada como evidente". Arthur Schopenhauer.*

Fernando y yo sabemos que, como gestores, estamos condenados a pasar la mayor parte del tiempo de nuestras vidas en las fases 1 y 2 si queremos seguir superando a los índices. Y necesitamos que los clientes aguanten junto a nosotros, evitando vender en la fase 1, presas del miedo, cuando nuestras acciones temporalmente sufran caídas.

*Por eso proponemos a continuación un ejercicio para que usted, querido inversor, viva un simulacro de lo que vivimos nosotros a diario, con una situación cuyo final no se sabe aún (y por tanto sujeta a error). La intención es ayudarle a entender mejor lo que hacemos Fernando y yo, para que su confianza no ceda en las varias "Fases 1" que tendremos en los (ojalá muchos) años futuros.*

Todo empieza con una idea sencilla: **"Las acciones preferentes de Hyundai nos permiten comprar GRATIS un fabricante de coches con presencia en todo el mundo y márgenes del 6% de EBIT. "**

*Para que funcione este simulacro, paren de leer un instante y hagan el ejercicio ficticio mental de pensar que acaban de invertir un porcentaje importante de su dinero en acciones de Hyundai. Traten de leer muy despacio, identificando **las emociones** que les produce el texto al terminar cada párrafo.*

**Recuerde: acaba de invertir una cantidad importante de su dinero en Hyundai.**

Hyundai lleva 4 años seguidos con caídas de sus beneficios año tras año. De hecho, sus acciones han reaccionado en la dirección esperada, acumulando una caída en ese periodo de más del 44%. El resto de fabricantes ha incrementado ventas y beneficios en ese periodo, lo que sugiere que el problema es específico de Hyundai, y no del sector. De hecho, es la única empresa del sector que está cotizando al mismo nivel que alcanzó Peugeot justo antes de tener que ser rescatada por el Gobierno francés: en el entorno de 0,1x EV/ventas. Estos múltiplos tan bajos son en general reflejo de problemas muy serios, que históricamente han llevado a la quiebra a varias compañías.

Ya introduciéndonos de lleno en el análisis de la compañía, vemos lo siguiente:

- La debilidad del Yen automáticamente beneficia a los competidores japoneses, que históricamente han empezado a ganar cuota en los mercados de exportación casi inmediatamente a las caídas del Yen. El futuro a largo plazo del Yen es imposible de predecir, pero viendo la cantidad de estímulos creados de la nada por su Banca Central, no sería extraño que en algún momento el Yen sufra una fuerte depreciación, lo que supondría una seria amenaza para Hyundai.
- China y Estados Unidos son mercados que tenderán a convertirse en más competitivos con el tiempo, y representan casi el 40% de las ventas

de Hyundai. En China los fabricantes locales cada vez son más eficientes; y el Estado está poniendo mucho énfasis en el coche eléctrico, un campo donde hoy Hyundai no destaca. En Estados Unidos, la dificultad competitiva vendrá de los cambios "disruptivos" que se atisban en el horizonte: coches auto-conducidos, movilidad compartida, o conectividad e interacción del interior del vehículo con aparatos personales como el "Smartphone". Hyundai puede que se esté quedando atrás...

- Su mercado principal es el coreano, donde tiene una gran cuota de mercado y genera casi la mitad de sus beneficios. El Estado coreano ha anunciado subidas del IVA que lógicamente implicarán menores ventas, como ha sucedido en otras ocasiones
- El mercado coreano se rige por unos sindicatos muy fuertes (Korean Metal Workers) que con frecuencia acuden a huelgas para renegociar al alza sus salarios. Otra complicación adicional con la que tendrá que lidiar la compañía de forma recurrente.
- Crear una marca de lujo desde cero en este sector es algo muy complicado. El propio jefe de Volkswagen dijo en una ocasión que "si hubiéramos sabido lo que nos íbamos a acabar gastando creando Audi, no lo habríamos hecho". Sin embargo, Hyundai no ha tenido reparos en lanzar la suya propia, la marca de lujo Genesis. La carga de la prueba está pues en su contra, a la luz de la Historia en este sector.
- Finalmente, hay aspectos de la gestión de la compañía que ofrecen serias dudas al inversor. Basta recordar la compra de la nueva sede social realizada por su mayor accionista y primer ejecutivo: pagó 5 mil millones de USD por un complejo emblemático en Seúl, superando en varias veces la segunda puja.

Así, no es descabellado concluir que Hyundai es una empresa que no va bien, que la cotización lo está reflejando, que tiene aún mucho viento en contra en casi todos los frentes para los próximos años, y que por tanto existen fundadas razones para pensar que sus acciones seguirán cayendo más aún, bajo el dudoso liderazgo de su primer ejecutivo Chung Mong Koo.

Lo normal es que tras leer esto a un inversor le entre miedo, y puede que decida vender sus acciones. "Al fin y al cabo, existen muchas empresas sin tantos problemas con las que hacer una buena rentabilidad, y esta no parece tener muy buena pinta" se podría pensar.

Pues bien, es en este punto donde nosotros empezamos a coger el bisturí para tratar de afinar más, de estudiar en profundidad cada uno de los aspectos anteriores y otros adicionales...con el único fin de analizar lo que para nosotros es clave: hasta qué punto las malas noticias están ya metidas en el precio.

Empezamos con lo que denominamos la visión EXTERNA del sector: las inversiones en automóviles que más rentabilidad han dado históricamente han sido cuando

- a) Las expectativas de beneficios de un fabricante están deprimidas, y además...
- b) Hay dudas respecto al impacto en balance de un deterioro de la situación financiera...
- c) Siempre que luego las ventas se acaben recuperando, y los beneficios acaben subiendo

Para ello, analizamos la posición competitiva de Hyundai: ¿Es tan mala empresa como todos creen? Estas es lo que arroja nuestro análisis:

- En los últimos 11 años, Hyundai ha incrementado sus ventas, EBITDA y beneficios a una tasa anual del 5%, 7% y 13% respectivamente. Esto supone que en 2015 ganó 4 veces más que en 2004. Este camino lo ha logrado sin comprometer nunca el balance, exhibiendo posiciones de caja neta (creciente) en todo momento.
- Estos crecimientos reflejan la progresiva penetración de muy diversos mercados a base de una excelencia en producción difícil de replicar. Valgan como ejemplo algunas cifras: Hyundai es la segunda empresa del mundo que más coches produce por empleado (40), muy por encima de empresas como Ford (<30), Toyota (25), Audi o BMW (<20). Se puede quitar mérito a este dato argumentando el alto peso de la subcontratación en Hyundai, pero a nosotros nos parece algo encomiable. Especialmente, si añadimos a este dato otro adicional: En Ingresos por empleado, Hyundai alcanza la quinta posición a nivel mundial, sólo detrás de Kia y Ford entre los actores "mass market" y de BMW/Audi, fabricantes de lujo con un precio medio mucho mayor que Hyundai.
- Hyundai ha incrementado su margen de beneficios a lo largo de los años de manera notable: Desde el 4% de EBIT que hacía en 2004 hasta el 10% que logró en 2010 y 2011 (iun nivel digno de fabricantes de lujo, cuyo precio medio de venta es mucho mayor!). Es cierto que en los últimos años este margen ha caído hasta el 6%, pero es este un nivel más que razonable para un productor "mass market", y permite un ROCE del 14% que compara muy favorablemente con el resto del sector.
- Si analizamos con detalle la evolución de sus ventas, comprobamos que se trata de un fabricante muy diversificado y presente en todo el mundo: 27% en Corea, 23% en USA, 12% en Europa, y el resto en emergentes. Valoramos especialmente su exposición a emergentes, donde existen algunas opciones interesantes que ahora comentaremos.

Así, llegado a este punto el inversor de valor comienza a excitarse viendo la posibilidad de estar ante una inversión atractiva. **Hyundai es una empresa que ha logrado grandes cosas en los últimos 11 años, luego quizás no todo sea tan malo.** El siguiente paso es hacer un zoom en cada uno de los problemas, para estudiarlos de forma aislada en mayor profundidad.

- La caída de los beneficios en 2013, 2014 y 2015 del 1%, 7% y 9% respectivamente coincide con un periodo en el que el Yen pasó de 80 a 120 contra el USD. Hyundai tuvo que reducir su margen de beneficio para competir con unos japoneses a los que ayudaba su débil divisa. Se trata pues de una variable no-controlable, y que posiblemente revierte a la media con el paso del tiempo (de hecho desde niveles de 120 en 2015 se ha apreciado notablemente en los últimos meses hasta el entorno de 100). Anotamos no obstante el riesgo que supone un yen débil a perpetuidad.
- Un aspecto clave es el beneficio operativo generado por vehículo. Este se ve muy afectado por el tipo de coches vendidos. Una de las variables que más ha ayudado a los fabricantes a mejorar sus cifras últimamente ha sido el peso cada vez más alto de los llamados SUV (los 4x4) en sus ventas. En el caso de Hyundai vemos que hay una iniciativa fuerte a seguir incrementando el peso de los SUVs, lo que ayudará a los márgenes.
- La compañía ha aguantado con presencia e inversiones en lugares del mundo en recesión, como Brasil y Rusia. Allí se ha producido una huida de fabricantes internacionales, pero Hyundai ha permanecido, ganando cuota de forma significativa (y perdiendo dinero seguramente). Este mismo año, en un mercado brasileño que cae más del 22%, las ventas de Hyundai apenas han caído un 7,5%. Creemos que cuando estos mercados reboten, el valor económico de la cuota de Hyundai aparecerá en forma de márgenes de contribución positivos que ayudarán a impulsar el resultado.
- La iniciativa de lanzar Genesis (la marca de lujo) ha costado mucho dinero, pero ese gasto de desarrollo ya está realizado, ha pasado por resultados y ha salido de la caja. Lo que en general es costoso y complicado en esta industria (lanzar una marca de lujo) puede tener sentido en un mercado como el coreano donde Hyundai tiene una cuota de mercado altísima, y ya ha vendido gama alta con éxito en el pasado. Además, se va a vender el Genesis sólo en concesionarios de Hyundai, lo que reducirá los costes de promoción de la marca. De momento, en todo 2015 se vendieron 39mil unidades del Genesis G80 y G90, cifra que se ha superado en Agosto de este año (44,500 a cierre de Agosto). El margen de contribución de un modelo como este con niveles de precio más elevados también ayudará al incremento de los beneficios, mien-

tras que la mayoría de los costes pertenecen al pasado. No es descartable que la intención última de Hyundai con Genesis sea construir una imagen de marca más elevada en Corea, que le ayude a subir el precio de otros productos.

- En la India Hyundai es el número 2 del mercado, con una cuota del 15%, más del doble que el siguiente fabricante extranjero y con una extensísima red de concesionarios. La India es un país con un enorme potencial debido a la baja penetración del automóvil (la mitad que en China, 4 veces menos que en Brasil, y 5x menos que en Rusia). Quizás por eso el fabricante nº1, Maruti, cotiza a más de 20x EV/EBIT, al anticipar el mercado posiblemente muchos años de viento a favor en ventas y beneficios. Hyundai es rentable ya en India, y está incrementando sus márgenes desde el 3% en el primer semestre de 2015 a >5% en el primer semestre de 2016. Valorando de forma similar a como cotiza Maruti obtenemos que sólo la operación India (con ventas y márgenes al ALZA) podría valer 50,000 Krw/acción, o la mitad de toda la capitalización actual. Nosotros no hacemos este ejercicio de forma automática, pues Maruti es más rentable de momento, pero anotamos el dato...
- Uno de los retos más serios a los que se enfrenta el sector es el relacionado con el cumplimiento regulatorio en materia de emisiones. Esta regulación resultará especialmente onerosa para los fabricantes que vendan en el mundo desarrollado; afortunadamente, Hyundai vende sobre todo en Emergentes: en efecto, Hyundai "sólo" vende 450 mil coches en Europa, (9.5% del total) y 750 mil en USA (16% del total). Asumiendo un coste de cumplimiento medio de EUR 850/coche en Europa/USA, el coste de alcanzar los objetivos regulatorios de 2020 se podría situar en 1trl KrW, equivalente a un 1% de los ingresos totales del grupo.

Así, parece que Hyundai tiene mucha "inversión" ya realizada que aún no ha tenido tiempo de mostrarse en la cuenta de resultados (Genesis, Brasil, Rusia, el mayor peso de vehículos grandes-y más rentables- en el mix), y no es descabellado esperar un repunte de los beneficios en el medio plazo.

En cuanto al equipo gestor, el principal ejecutivo Chung Mong Koo tiene una participación directa del 5,17% en Hyundai, y una indirecta adicional del 1,45%, que valen aproximadamente 2,500mn de USD a mercado. Se trata de una cantidad suficientemente elevada para pensar que "se juega algo", y que en ese sentido, está de nuestro lado.

La trayectoria de Hyundai (crecimiento histórico rentable en cuota de mercado sin comprometer el balance) es reflejo de excelencia en la gestión de las operaciones. En cuanto a la otra vertiente necesaria en un equipo gestor, la de asignación de capital, no nos pareció bien la compra millonaria de la sede en Seúl a la que nos hemos referido más arriba. Nada nos permite pensar que no



volverán a dañar al minoritario, y este es el riesgo principal en nuestra opinión. Entendemos, no obstante, que el principal accionista está de alguna manera en el mismo barco, que la compra de la sede en Seúl le ha supuesto un cierto escarnio público, y que por todo ello quizás se reduce el riesgo futuro de "errores" similares. Creemos que hay cierto margen para seguir aspirando a ganar dinero incluso en el caso de que se produzca algún episodio más de destrucción de valor por mala asignación del capital.

A través de las acciones preferentes, estamos pagando sobre 26trln Krw por la compañía. Sólo la caja neta de deuda y de provisiones asciende a 24 trln Krw. Y la operación de India hemos visto que puede valer otros 13trln Krw. Así, existe un 42% de potencial en las acciones de Hyundai sólo sumando India y la caja (neta de todo el resto de pasivos). El resto, gratis, es una operación muy eficiente (6% EBIT) de producción y venta de coches a nivel mundial que hoy genera más de 4 mil millones de USD de beneficios.

*El miedo que podía generar la primera lectura de la realidad se convierte en otra cosa cuando, con el estudio, uno va acercando la lupa a cada elemento negativo que señalan los actores del mercado. Esto es a lo que nos dedicamos Fernando y yo el 95% del tiempo: A diseccionar la realidad con un bisturí imaginario para ver si las cosas son o no lo que parecen (ie lo que dice el mercado que son!). Y aunque nos seguiremos equivocando puntualmente cada cierto tiempo, es imprescindible que el inversor no ceda en los momentos duros en los que el mercado, temporalmente, parece que nos quita la razón. Esperamos que este ejercicio ayude a ello.*

## El entorno

Recordamos nuestro "trío de ases" en relación a las predicciones macroeconómicas:

1. No somos capaces de prever lo que va a suceder,
2. Creemos que intentarlo es una pérdida de tiempo, ...y
3. Nadie ha conseguido hacerlo bien de forma sostenible.

Lo que sí que podemos (y debemos) intentar es diagnosticar el panorama actual, contemplar los múltiples escenarios que se pueden producir, y, **sin perder tiempo en tratar de predecir cuál de ellos acabará sucediendo**, protegernos con una cartera robusta y adecuada para casi cualquier eventualidad.

El diagnóstico de la situación económica no cambia con la frecuencia con que los medios nos lo intentan vender, y así, los principales puntos que subrayaríamos son los mismos que hemos mencionado en otras cartas:

- El mundo desarrollado (USA/EUROPA/JAPON, etc..) tiene mucha deuda y por ello una cierta FRAGILIDAD antes los imprevistos que puedan suceder; la solución incómoda (y correcta) pasa por reducir el gasto público, los impuestos, y la regulación excesiva. La tentación más cómoda (e incorrecta) es inyectar dinero en la economía, generar inflación y así aliviar la carga de la deuda

Estados Unidos parece que opta por menos impuestos y menos regulación, ambas excelentes noticias para su economía. El problema es que también quieren a la vez incrementar el gasto público. Esta ecuación genera inflación, salvo que la Fed suba los tipos bastante más de lo esperado, algo poco probable debido al fuerte endeudamiento de la economía americana.

- En el mundo en vías de desarrollo hay más crecimiento demográfico, menos deuda, menos promesas a la población difíciles de cumplir (educación, sanidad, pensiones), más horas de trabajo a la semana, y el mismo o mayor acceso a la productividad.

Por esto pensamos que en los próximos 5-10 años estas zonas del mundo crecerán más. Aunque son economías que tienen otros problemas, y no están por tanto exentas de sufrir reveses puntuales, nos gusta por norma general que nuestras compañías tengan un alto porcentaje de sus ventas en países emergentes.

- Las políticas de los bancos centrales han creado una burbuja de bonos, muchos de ellos alcanzando rentabilidades negativas. Esto ha forzado a muchos inversores a comprar acciones "parecidas" a un bono (negocios defensivos en empresas grandes, con cotizaciones poco volátiles) provocando valoraciones muy altas en la mayoría de ellas.

Sin embargo, al mismo tiempo las acciones de compañías más pequeñas, menos conocidas, fuera de los índices, y con cotizaciones más volátiles se han quedado "huérfanas" y por tanto a precios muy atractivos: nosotros tenemos varias compañías "gratis", que tienen más caja (neta de deuda) de lo que valen en bolsa.

- ¿Los experimentos de los bancos centrales han acabado o pueden continuar?

Hemos asistido en los últimos 5 años especialmente a experimentos monetarios cuya efectividad tratamos de resumir con la siguiente tabla:

El BCE pretendía...	... y consiguió que...
Relanzar la inflación	El IPC esté hoy por debajo de cuando empezó el QE
Relanzar las bolsas	El EURO STOXX 50 se mueva en el mismo nivel que cuando empezó el QE
Relanzar el crédito a	El crédito al sector privado esté igual que cuando empezó
Relanzar el crecimiento	El crecimiento sea el mismo que empezó el QE



Los únicos efectos verdaderos del QE en nuestra opinión han sido:

- Bajar el coste de financiación de los Estados, para facilitarles la emisión de deuda y darles más tiempo para cuadrar el presupuesto
- Depreciar el EURO alrededor de un 15% para favorecer a los exportadores. (iperjudicando con ello a los importadores!)

Cuando analizamos la posibilidad de que algún día acabe el QE, las únicas preguntas relevantes en nuestra opinión son:

- ¿Aguantarán los Estados unos tipos de interés más elevados?
- ¿Podrán competir los exportadores con un Euro más elevado?

Las políticas que adopte cada país serán de gran importancia, y no somos capaces de preverlas; pero detectar las zonas de fragilidad nos ayuda a construir una cartera robusta. Así, en la parte de liquidez de nuestra cartera, antes 100% en Euros, hemos diversificado en una cesta de monedas que nos parece ofrecen menos fragilidad que el EURO.

- Como conclusión: ante valoraciones elevadas, nos protegemos comprando empresas baratas; ante la deuda soberana tan alta y creciente, nosotros preferimos compañías sin excesiva deuda; ante experimentos monetarios de bancos centrales, nos refugiamos en equipos gestores/dueños que se juegan su dinero y han demostrado prudencia en el pasado. Y lo hacemos porque creemos que es la mejor forma de gestionar el contexto actual tan complicado. Muchos inversores cuando tienen miedo acuden a la renta fija, pero hoy esa es la zona que más miedo da...

## Novedades en azValor

Durante el curso de antropología que estudié en mi año de no-competencia en 2015, nos decían que "el ser humano sólo puede crecer en **la adversidad**, porque es entonces, y sólo entonces, cuando toma conciencia de sus debilidades". Estudié bien la teoría en 2015, pero no sabía que el examen práctico sería unos meses más tarde, entre Septiembre y Noviembre de 2016. Tanto Fernando como yo queremos agradecer **el apoyo sin precedentes** que hemos recibido de varios medios de comunicación, de la inmensa mayoría de nuestros casi diez mil inversores, y de nuestros 30 empleados.

**En el departamento de análisis**, hemos dado la bienvenida a 5 nuevos miembros que ya están trabajando al 100%. Ya ha habido alguna muestra sobrada de que van a ayudarnos a hacer grandes cosas, y tenemos mucha ilusión viendo la que tienen ellos.

Cumplido el primer aniversario de azValor, hemos honrado la promesa de convertir en socios a una primera remesa de empleados. Así, ya son 5 los socios que se incorporan al cuarteto formado por Fernando, Beltrán, Sergio y yo mismo. Nuestra idea es ir configurando una compañía en la que cada empleado tenga un trozo de la misma. Ya somos 9 socios de 34 empleados, y estamos seguros de que en nuestro segundo aniversario serán bastantes más.

Con esto nos despedimos, agradeciéndoles la confianza depositada en nuestra gestión. El equipo comercial, liderado por Beltrán Parages, estará encantado de responder a cualquier pregunta que quieran hacernos.

Álvaro Guzmán de Lázaro Mateos

Consejero Delegado y Director de Inversiones