

# ValueInvestor

The Leading Authority on Value Investing

INSIGHT

## Invertir en Crisis

Warren Buffett refleja una verdad esencial sobre la inversión cuando afirma que "Sólo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo". Ciertamente, la marea del mercado nos ha proporcionado unos cuantos momentos reveladores en los últimos dos meses. Aquí, 12 de los mejores inversores de todo el mundo nos cuentan cómo están navegando por estos mares agitados.

### LA VISIÓN DEL INVERSOR



**Fernando Bernad, Álvaro Guzmán de Lázaro**  
Azvalor Asset Management

### La cura para los precios bajos

*Dadas las valoraciones relativas, muchos inversores afincados en Estados Unidos ven, en medio de la crisis del coronavirus, más oportunidades fuera que dentro de dicho país. En busca de oportunidades deep value en cualquier lugar, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad, de la gestora Azvalor Asset Management, ofrecen sus perspectivas al respecto y describen las ventajas que ven hoy día en una de sus empresas favoritas con sede en su país natal, España.*

**Los inversores en valor aspiran a tener carteras que aguanten bien cuando lleguen los problemas. ¿Cómo se han comportado hasta ahora las suyas en ese sentido?**

**Álvaro Guzmán de Lázaro:** En conjunto hemos tenido un desempeño un poco mejor que el de nuestros

iguales, pero las diferencias dentro de la cartera han sido bastante dramáticas. En general, hemos sido negativos en cuanto a las valoraciones del mercado durante los últimos dos o tres años, por lo que hemos gravitado en buena medida hacia áreas más deprimidas como los sectores cíclicamente sensibles, la energía y otras materias primas, donde en muchos casos las valoraciones se encontraban a la mitad de los niveles de hace ocho o nueve años. Desde que se desató la crisis de la pandemia, el 30% de nuestra cartera en minería de metales preciosos y uranio lo ha hecho bastante bien, pero nuestras acciones relacionadas con el petróleo han sido crucificadas.

Hemos intentado hacer lo que Benjamin Graham nos enseñó y sacarle provecho a la volatilidad. Para nosotros eso significa principalmente reequilibrar las cosas que van relativamente bien con las que no. Si identificas negocios sostenibles y te asocias con gerentes que tienen *skin in the game* e incentivos alineados, los precios bajos deberían ser, con el tiempo, el remedio para los precios bajos. Cuando compras barato, pasan cosas buenas.

**Ciertamente hay precios bajos en la energía. ¿Por qué consideran que la empresa Drilling Company of 1972 [Copenhague: DRLCO], escisión de Maersk, es un destino digno para su capital?**

**Fernando Bernad:** Nosotros la llamamos Maersk Drilling, ya que en

abril de 2019 se separó del Grupo Maersk porque la empresa matriz estaba optimizando su perfil corporativo para concentrarse más en su negocio de transporte de contenedores. Maersk Drilling es propietaria y operadora de plataformas de perforación marítimas —flotantes para aguas profundas, autoelevables (*jackups*) para aguas poco profundas—. Cuando se hizo pública cotizaba relativamente cara en comparación con sus iguales, pero empezamos a comprar en los últimos dos meses, cuando las acciones del sector energético se derrumbaron.

No hay duda de que este es un sector en crisis y las acciones de esta compañía han bajado un 75% desde los máximos del año pasado. Casi todas las acciones de compañías similares —incluyendo Transocean, Valaris y Seadrill— cotizan a precios de quiebra. Nuestra opinión fundamental es que Maersk Drilling tiene el balance para capear la actual tormenta del mercado y que, de hecho, dicha tormenta reconfigurará el equilibrio global de la oferta de petróleo de forma que beneficiará a la exploración y producción offshore. El *shale oil* estadounidense, el cual consideramos que ha sido una gigantesca asignación errónea de capital, probablemente no volverá a sus niveles anteriores. No sucederá de la noche a la mañana, pero el petróleo y el gas offshore —aproximadamente el 30% de toda la oferta global actual— tendrán que revertir niveles históricos de subinversión para satisfacer la demanda global normal. Eso beneficiaría a los supervivientes del sector, como Maersk Drilling.

La compañía este año debería generar unos 300 millones de dólares de EBITDA, así que no está quemando caja. Si normalizamos a lo que consideramos tarifas diarias razonables para sus estructuras —aún por debajo de lo que se necesitaría para incentivar una nueva construcción—, creemos que la acción hoy [a unas 160 coronas danesas] cotiza a 3x su flujo de caja. Si normalizamos al nivel en el que se construirían nuevas estructuras —lo que parece un poco exagerado hoy, pero creemos que podría ocurrir antes de lo que la mayoría piensa—, el múltiplo del flujo de caja sería 1,5x. Eso es barato. Si las acciones volvieran a su precio de cierre del primer día del año pasado, cuando el sector ya estaba deprimido, no quedaría lejos de multiplicar por cuatro desde aquí/los niveles actuales.

**De un sector maltrecho a otro, explíquenos por qué están apostando por una futura recuperación de los Hoteles Meliá [Madrid: MEL].**

**ÁGL:** Se podría decir que el negocio moderno de los hoteles resort lo inventaron los españoles en Mallorca, y Meliá fue uno de los pioneros. La compañía, fundada en 1956 y dirigida ahora por la segunda generación de la familia Escarrer, es propietaria y/u opera más de 350 hoteles, en su mayoría resorts, en 40 países diferentes, principalmente en España, México y República Dominicana. Es pública desde 1996.

Hay muchas cosas que no me gustan del negocio hotelero en este momento. Los viajes y el ocio están obviamente en el centro de la tormenta actual y la mayoría de los hoteles de la compañía están cerrados. Este año será un año de pérdidas significativas, y es difícil evaluar la velocidad y la magnitud de la recuperación. También hay otras cuestiones seculares que pesaban sobre el precio de las acciones incluso antes del virus, en particular el impacto a largo plazo de las agencias de viajes online [OTAs], como Booking.com y Expedia, en la rentabilidad de los hoteles, así como el crecimiento de la nueva competencia de Airbnb y otros similares.

La primera pregunta que hay que responder es sobre la capacidad de subsistencia. Hemos analizado el balance de la compañía aplicando escenarios materialmente peores de lo que pensamos que realmente sucederá, y creemos que tiene sobrada flexibilidad para soportar una larga tormenta. La mayoría de los vencimientos de su deuda son posteriores a 2025. Los compromisos de deuda no nos parecen un problema. Más importante es, quizá, que la compañía tiene una capacidad considerable, si fuera necesario, para conseguir préstamos avalados por una gran cartera de propiedades inmobiliarias libres de cargas. Cuando las cosas vuelvan a la normalidad —y para ellos creemos que se trata de cuándo, no de si— Meliá estará allí para sacar provecho.

Lo que nos lleva a las fortalezas de la compañía frente a las dos grandes amenazas seculares. Pensamos que se vuelve menos, y no más, dependiente de las OTAs, debido a su potente marca y base de clientes. Meliá tiene 11 millones de miembros en su programa de fidelidad, que en una base de miembro-por-habitación es de alrededor de 110, no muy lejos de los niveles de cadenas mucho más grandes, como Starwood y Marriott. Casi un tercio de las reservas de la compañía son directas, y ese porcentaje está aumentando. Creemos que eso la protege, mejor de lo que la gente parece pensar, de la continua presión de las OTAs sobre los márgenes.

## CASO DE INVERSIÓN

### Hoteles Meliá

(Madrid: MEL)

**Negocio:** Propietario, operador, franquiciado y gestor de más de 350 hoteles, principalmente resorts, ubicados en 40 países; sus principales mercados incluyen España, México y República Dominicana.

#### Información sobre la acción

(a 29/04/2020, tipo de cambio: 1\$ = 0,92€):

<b>Precio</b>	4,33€
<b>Cotización 52 semanas</b>	2,51€-8,85€
<b>Rentabilidad por dividendo</b>	3,4%
<b>Capitalización</b>	896 millones €
Cuentas Financieras	
Beneficio	1790 millones €
Beneficio Operativo	12,3%
Beneficio Neto	6,3%

#### Valoración

(a 29/04/2020)

	MEL	S&P 500
<b>PER (TTM)</b>	8,1	22,5
<b>PER Forward (Est.)</b>	11,9	21,0

#### Accionistas institucionales significativos

(a 31/12/2019 o última actualización):

Compañía	% Acc.
Norges Bank Inv Mgmt	3,1%
Global Alpha Capital	3,0%
Financiere de L'Echiquier	1,6%
Dimensional Fund Adv	1,6%
Vanguard Group	1,6%

#### Posición corta (a 15/04/2020):

Acciones en corto n/p

### HISTORIAL DE PRECIOS - MEL



### SÍNTESIS

Álvaro Guzmán de Lázaro cree que la compañía tiene tanto los recursos financieros para capear la tormenta actual como las fortalezas competitivas y la cultura para prosperar cuando la industria del ocio y los viajes recupere algo de normalidad. Valorada tanto según sus activos netos como según estimaciones de su flujo de caja libre normalizado, cree que el precio de la acción volverá a ser 3-4x su nivel actual.

La amenaza de los Airbnb del mundo también nos parece exagerada. En primer lugar, creemos que esas compañías suponen una competencia bastante menor para los operadores de hoteles resort, los cuales ofrecen mucho más que un lugar limpio y asequible para alojarse. Esa ventaja para los hoteles resort se amplifica por la que consideramos una cultura muy orientada al cliente de Meliá. Mientras que la empresa centraliza las cuestiones clave para ser rentable y aprovechar economías de escala, está descentralizada a nivel del gerente del hotel, por lo que los gerentes se comportan como si el hotel fuera suyo y su principal tarea fuera servir al cliente.

**¿Cómo están valorando las acciones, que ahora cotizan a poco más de 4,30€?**

**ÁGL:** Tenemos dos valoraciones para esto. Debido a que son dueños y

operan un gran porcentaje de los hoteles, un método asigna el valor bruto hotel por hotel, luego resta toda la deuda, pensión y otros costes fijos centralizados para llegar a un valor neto de los hoteles de su propiedad. A continuación, observamos los hoteles arrendados y franquiciados, y aplicamos un múltiplo conservador de 15x al flujo de caja libre normalizado. Con este método de valoración llegamos a 14€ euros por acción en el valor de los hoteles en propiedad y 4€ por acción en los arrendados o franquiciados, haciendo un total de 18€.

La otra valoración se basa puramente en el flujo de caja libre. La empresa generó aproximadamente 160 millones de euros de flujo de caja libre en 2019. Este año suponemos que perderán 100 millones de euros, pero esperamos que empiecen a remontar el año que viene, hasta unos 80 millones de euros. Para nuestra cifra normalizada —llamémosla el número de la "vacuna"—, creemos

que para 2022 o 2023 el flujo de caja libre podría volver a donde estaba el año pasado, es decir, 160 millones de euros. Aplicándole a eso lo que consideramos un múltiplo razonable de 17x, y luego sumándole de nuevo los activos no estratégicos, llegamos a un valor de mercado de alrededor de 3.300 millones de euros, o 15€ por acción.

Esta es una acción que en los últimos 17 años ha pasado de mínimos tan bajos como 3€, para volver a los 18€, bajar otra vez a 3€, luego irse a 13€, y que ahora se está derrumbando de nuevo hasta los 4€. Creemos que esta es la tercera gran oportunidad en ese periodo tiempo de asociarse con una de las mejores empresas de su sector, con una acción a precio de ganga en una industria que estará ahí e irá creciendo con el tiempo. No tenemos este tipo de oportunidades tan a menudo, así que debemos estar preparados para aprovecharlas.



El valor compartido • Value in valor

### Azvalor Asset Management

Paseo de la Castellana, 110  
28046 Madrid  
T. +34 91 737 44 40

52 Brook Street  
W1K 5DS Londres  
T. +44 20 3709 6835

[azvalor.com](http://azvalor.com) • [info@azvalor.com](mailto:info@azvalor.com)

#### Álvaro Guzmán de Lázaro

Socio fundador, CEO y Codirector de Inversiones

#### Fernando Bernad

Socio fundador y Codirector de Inversiones

#### CONTACTO



#### Beltrán Parages

Socio fundador y Director de  
Relación con Inversores  
[bparages@azvalor.com](mailto:bparages@azvalor.com)