

Estimado coinversor:

A cierre del segundo trimestre nuestros fondos han recuperado mucho terreno frente a los mínimos marcados en el año (+41% en Azvalor Internacional, +20% en Azvalor Iberia y +59% en Azvalor Blue Chips), pero están aún lejos de sus máximos históricos (-35% en Azvalor Internacional, -43% en Azvalor Iberia y -34% en Azvalor Blue Chips desde máximos).

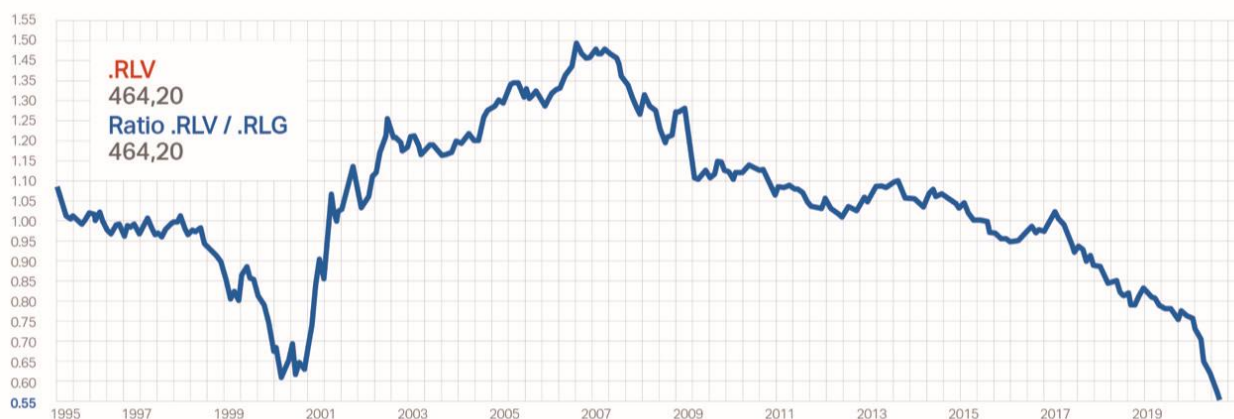
La pregunta legítima que usted seguramente se estará haciendo es CUÁNDO vamos a recuperar estos máximos.

¿Cuándo vamos a recuperar los máximos?

En primer lugar, queremos poner en contexto la situación (atípica respecto a nuestra trayectoria histórica) de baja rentabilidad, pasados ya casi 5 años desde el lanzamiento de los fondos. ¿Es un problema específico de Azvalor o se trata de un fenómeno más extendido?

El gráfico siguiente muestra la trayectoria de la inversión en "valor" (que consiste en comprar empresas baratas, y que es lo que tratamos de hacer en Azvalor) frente a la inversión en "crecimiento" (que consiste en comprar empresas que CREZCAN más que la media y venderlas antes de que el crecimiento pare). Históricamente la inversión en valor ha generado mejores rentabilidades. Sin embargo, miren el gráfico siguiente: ¡Llevamos ya 13 años en que no es así!

.RLV Russell 1000 Value Index



Sin ánimo de excusa, no parece que la falta de rentabilidad tan prolongada estos últimos años sea algo específico de nuestros fondos de Azvalor, sino más bien algo relacionado con la inversión en valor en general. Nunca antes había durado tanto la discrepancia entre la rentabilidad del valor y la

de los índices, y por eso quizás nunca antes había durado tanto “la espera” de la cosecha en forma de rentabilidades reales positivas (**siempre habíamos logrado buenas rentabilidades a 5 años vista**).

Esto nos lleva a otra pregunta: ¿Hay algún problema endémico con la inversión en valor, que nos vaya a impedir a todos los partícipes lograr las rentabilidades históricas a las que estábamos acostumbrados?

Les podemos adelantar la respuesta: Creemos que no.

Y añadiríamos que, en nuestra opinión, estamos a las puertas de una reversión de esta tendencia que nos aportará rentabilidades muy atractivas durante varios años. ¿Por qué?

1. Nos encontramos en un mercado de extremos y la historia demuestra que los extremos no duran eternamente, y siempre acaba produciéndose una reversión a la media. Por eso creemos que la inversión en valor va a volver a estar “de moda”, y quizás de forma “violenta”, como sucedió en 1929, los años 70 o el final de los años 90. Esto supondrá un viento de cola muy favorable para todas las carteras de los inversores en valor, entre las que nos incluimos.

2. En el caso concreto de nuestra cartera, creemos que podremos batir la rentabilidad media de los índices de valor como hemos hecho históricamente, anclados en los principios sencillos de nuestra filosofía de inversión y nuestros años de experiencia aplicándola.

Si estas dos hipótesis se cumplen, tenemos por delante muchos años de rentabilidades relativas muy atractivas, que no sólo nos llevarán a superar los máximos históricos logrados, sino a rebasarlos hasta alcanzar el valor objetivo de los fondos, que se sitúa en más de un 100% de revalorización* desde los niveles actuales del valor liquidativo. ¡No sería la primera vez!

Recuerden la caída que sufrimos entre junio de 2007 y marzo de 2009 (-60%), un periodo en el que la pregunta de hoy adquiriría la máxima vigencia. Entonces, como hoy, los inversores preguntaban “¿hasta cuándo debo esperar?”, mientras muchos pensaban en un nivel para “salirse y vender”. Situándonos en marzo de 2009 (el punto mínimo), la respuesta, con el beneficio de la retrospectiva, la tenemos en que quienes vendieron en mínimos perdieron el 60% de su dinero, mientras que aquellos que aguantaron su inversión con nosotros recuperaron el nivel máximo de 2007 ya a final de 2011; y luego siguieron ganando otro 60% adicional a final de 2014 (logrando rebasar en 4 veces los mínimos marcados en 2009).

* Potencial de revalorización obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

Vamos a tratar por tanto de ofrecer los argumentos que nos llevan a confiar en las dos hipótesis anteriores esta vez:

1. Mercado de extremos que acabará revirtiendo a la media

Hay hoy tres tendencias extremas en los mercados. En primer lugar, la rentabilidad de los activos financieros (bonos) frente a los activos reales (materias primas). En segundo lugar, la ya mencionada rentabilidad de la inversión en crecimiento frente a la inversión en valor, en mínimos de 13 años. Y, por último, la burbuja de la inversión pasiva frente a la inversión activa. La coincidencia de estos tres extremos nos alerta de que podemos estar cerca de un cambio de paradigma.

- **Activos reales vs. activos financieros**

Hoy los bonos del Estado ofrecen en general rentabilidades nominales cercanas a cero o negativas, y desde luego muy negativas si uno descuenta la inflación. Hay una creencia generalizada de que la renta fija es un “aparcamiento seguro” del dinero. Como el mercado de bonos es mucho más grande que el de acciones, parece raro que un mercado tan grande esté “equivocado” como clase agregada. Sin embargo, no sería la primera vez que el precio de los bonos contiene un “gran error” ...

En los años 80 los bonos ofrecían rentabilidades de doble dígito y nadie los quería. De hecho, llegó a denominarse a los bonos “certificados de confiscación”, porque la rentabilidad de doble dígito que ofrecían se quedaba en nada en términos reales cuando se descontaba la inflación. Como saben, aquel momento marcó un mínimo de los bonos y desde entonces hasta ahora (casi 4 décadas) la rentabilidad de los bonos ha sido extraordinaria. ¡El mercado de principios de los 80 no podía estar más equivocado respecto al precio “correcto” de los bonos como clase!

Para que un bono alemán o americano a 10 años hoy sea una buena inversión, tendrían que cumplirse una serie de acontecimientos a las que vemos una muy baja (o nula) probabilidad. Se trata claramente de un exceso que creemos va a revertir.

- **Gestión activa vs. gestión pasiva**

De igual forma y esta vez en el campo de la renta variable, los últimos años han sido el escenario de un auge sin precedentes de la inversión pasiva. Al fin y al cabo, el índice por excelencia americano ha generado un 14% anual entre enero de 2009 y el momento actual, y el NASDAQ un 19% anual (durante 12 años, lo que equivale a multiplicar por casi 9 veces la inversión). Esto ha

provocado que cada vez más inversores hayan optado por esta opción ("lo que ha funcionado") frente a la peor rentabilidad (y mayores comisiones) de la gestión activa (que "no ha funcionado"). Warren Buffett alertó en varias ocasiones, en un símil deportivo, que en las inversiones no hay que ir "donde está la pelota" sino "allí hacia donde se dirige la pelota". Hoy la pelota "está en los índices", pero... ¿seguirá ahí?

El problema que genera la inversión pasiva es que cada vez más dinero entra en los activos más caros, convirtiéndolos en "aún más caros", generando una retroalimentación que hoy en día parece que nunca revertirá. **A modo de ejemplo, ¡las siete primeras empresas americanas valen más que todas las empresas cotizadas en Inglaterra y Alemania JUNTAS!**

La historia demuestra que la clave para generar rentabilidad es invertir a valoraciones bajas, y como las actuales son muy altas (algunos señalan que "las más altas de la historia") lo lógico es pensar que, desde estos niveles, el riesgo es muy elevado. Preferimos no participar de las altas valoraciones para proteger nuestro dinero, y aunque entendemos lo difícil que es separarse de lo que "ha funcionado", creemos que nuestro deber es alertar... y aguantar con nuestra filosofía. Hay alguna señal (aún débil) de que "el dique del crecimiento" tiene fisuras y puede no estar muy lejos el momento de la prueba para estos activos tan caros.

- **Valor frente a crecimiento: Nivel de partida de las valoraciones**

A principios del año 2000 se produjo como hoy una gran discrepancia entre el valor y el crecimiento. Un conocido periódico criticó a Warren Buffett (máximo exponente de una gestión prudente de valor) entonces por haber generado su sociedad un resultado muy inferior al del índice americano, matizando que "el Rey Midas había perdido su toque mágico". Por supuesto, lo que sucedió después es que el índice americano perdió un 50% de su valor en pocos años mientras las inversiones de Buffett siguieron creciendo.

De nuevo ahora en 2020, Buffett se ha dejado casi un 20% frente al índice americano y no han tardado en volver los mismos comentarios. **Creemos que hoy como ayer es una señal de que las cosas pueden estar cerca de cambiar.** Otros excesos ilustrativos del gráfico inicial de esta carta los encontramos en la sobrevaloración evidente de algunas compañías.

Por ejemplo, Tesla, una empresa que no ha generado beneficios recurrentes, ha multiplicado su cotización por 4 veces desde enero de este año y ya vale en bolsa casi 300 mil millones de USD, casi más que todas las compañías del sector juntas (que sí que generan beneficios).

Existe la tentación eterna en muchos inversores de justificar los precios elevados con narrativas sobre cambios de paradigma, algo que les ha costado muy caro varias veces a lo largo de la Historia. Es evidente que estas sobrevaloraciones parten de algo "real" (Tesla es una empresa que podría revolucionar el mundo del automóvil y de las baterías). Pero todo tiene un precio. Veamos algunos ejemplos.

En los años 70, las empresas (¡fabulosas!) de moda, perdieron un 75% de su valor, a pesar de haber seguido siendo fabulosas 50 años más tarde. También sucedió lo mismo con el milagro japonés, que parecía no podía fallar tras los prodigiosos retornos de la década de los 80 y que culminaron con el índice NIKKEI japonés cerca de 40,000 puntos en 1989. Hoy han pasado 30 años y el índice aún está a la mitad de aquel nivel.

A finales de los 90 las empresas tecnológicas parecían inexpugnables tras lograr retornos parecidos a los de sus primos actuales. Quizás Cisco fue el ejemplo mayor de esa burbuja, cuando tras multiplicar por 50 en diez años, alcanzando un pico en más de USD 70/acción, pasó a perder un 90% de su valor en tan sólo un año y medio. Cisco sigue siendo hoy una gran empresa. Pero ser "una buena compañía" no equivale a que invertir en ella sea siempre un buen negocio, pues si se compra caro la rentabilidad para el accionista puede ser una película de terror a pesar de que la empresa siga funcionando bien.

Lo que sucede en la actualidad no es algo muy distinto que no haya pasado más veces. Siempre hubo un argumento (creado ex post) para la sobrevaloración de los activos de moda, y siempre acabó en un desastre total para el accionista de esos activos de moda. Quizás ahora sea diferente. Nosotros creemos que no, y desde luego no queremos arriesgar nuestro dinero y el suyo en este empeño, aún a costa de la dureza que sabemos que supone "aguantar".

En cuanto a los argumentos de por qué esta vez podría ser diferente, (las empresas caras seguirían subiendo), como siempre, abundan.

En primer lugar, se habla del papel de la banca central y el famoso "no lo van a dejar caer". Si la banca central fuera la solución al problema de generar riqueza, Japón sería hoy una estrella y, sin menospreciar al país, los accionistas de su índice más representativo están "estrellados": tras más de 30 años desde el último pico del mercado japonés, ¡hoy están a la mitad aún!

Otro argumento muy repetido es que los monopolios tecnológicos actuales (Amazon, Facebook, Google, Netflix) son distintos esta vez, pues disponen de barreras de entrada, acceso a una mina de datos valiosos de los consumidores, pulmón financiero en forma de grandes sumas de tesorería, y una cierta afinidad con los gobiernos en el poder. Todo esto es cierto, pero estas

características también se daban en las empresas líderes de los periodos señalados, y ninguna "pudo" con una sobrevaloración manifiesta más allá de unos cuantos años. Como clase, estamos seguros de que acabará mal, sin perjuicio de que alguna puntualmente se salve (quizás sólo parcialmente) de grandes caídas en su cotización desde los niveles actuales.

2. Por qué creemos que nuestra cartera es especialmente atractiva

Ante todo, comencemos expresando nuestra convicción de que la mayoría de las estrategias de valor bien ejecutadas verán recompensada su paciencia en forma de rentabilidades relativas superiores al mercado en los próximos diez años.

Sin embargo, la revolución tecnológica actual es de un calado muy importante y ha supuesto cambios radicales, con un daño permanente a muchos negocios. Existe un riesgo cierto de que muchos de estos negocios no vuelvan jamás al nivel de beneficios que tenían hace 10 años. Existe, en otras palabras, el riesgo de que muchos negocios aparentemente baratos hoy sean en última instancia "trampas de valor", y que su cotización no se recupere del todo nunca.

Por ejemplo, quizás vayamos menos a las tiendas y compremos más en Amazon (y algunas de las acciones de las compañías de comercio físico quizás estén "merecidamente" baratas); quizás cambiemos la publicidad de la televisión en abierto por la de Facebook o YouTube (y las acciones de las televisiones quizás estén merecidamente baratas y sin visos de subir), y así, sucesivamente, con muchos de los sectores que han visto cómo sus modelos de negocio sufren con la correctamente denominada "revolución digital".

Conscientes de este riesgo, hemos extremado la prudencia en nuestra cartera desde el principio, tratando de evitar este tipo de compañías y, por tanto, no creemos que el "riesgo de disrupción tecnológica" sea relevante en las inversiones comunes que mantenemos con usted.

Por último, nuestra cartera tiene un nivel de infravaloración muy importante, que es la verdadera piedra angular de nuestra filosofía. Algunos coinversores añoran "la calidad" de algunas de nuestras inversiones pasadas (Wolters, BMW, Schindler) y la echan de menos hoy. Sin embargo, hay que recordar que lo fundamental en los retornos logrados en estas tres compañías fue el precio de partida bajo al que entramos. Compramos Wolters a menos de PER 10, BMW llegó a estar casi gratis, y en Schindler nuestro precio medio de compra no superó 10 veces los beneficios de entonces. Hoy nuestras inversiones están "tan baratas como las que más", y ello sin riesgo de disrupción tecnológica.

Volviendo a la pregunta inicial, y a modo de conclusión: No sabemos cuándo alcanzaremos los máximos anteriores ni el precio objetivo de nuestra cartera, pero hay elementos para pensar que está empezando una tendencia en ese sentido.

No obstante, es más relevante para nuestra salud financiera acertar con el "QUÉ" que con el "CUÁNDO". Y todo apunta a que las alternativas de inversión en los bonos, la liquidez o las acciones más de moda, tienen hoy un riesgo inasumible por nosotros por su elevado precio de partida; mientras, nuestra cartera, por su nivel de infravaloración y perspectivas de beneficios de las empresas que la componen, no sólo presenta el potencial de recuperar los máximos, sino que en nuestra opinión, aspira a superarlos de forma muy holgada en los próximos años.

El precio a pagar por ello, como siempre, es la paciencia; reconocemos que esta vez ese precio puede estar siendo demasiado alto para algunos inversores, pero precisamente por eso, creemos que la magnitud y duración en el tiempo del rebote también serán igualmente elevados.

Cartera ibérica

En la cartera ibérica hemos aprovechado la fuerte volatilidad de los últimos meses para realizar algunos cambios. Las principales incorporaciones o incrementos de peso son **Logista**, **Semapa/Navigator**, **Prosegur Cash** y **Acerinox**.

Todas ellas son compañías que conocemos y seguimos desde hace muchos años, y de las que hemos sido accionistas en diferentes momentos. La financiación de dichas inversiones se ha hecho reduciendo el peso de **Sonaecom**, **Galp** y **AENA**. Las dos primeras siguen siendo aún importantes inversiones de la cartera ibérica, y en el segundo caso resulta de nuestro nuevo precio de equilibrio del crudo más conservador de \$50 por barril. En el caso de **AENA**, las ventas se deben al fuerte rebote de la acción durante el trimestre desde los mínimos de marzo.

Logista es el cuasi monopolio en la distribución al por mayor de tabaco en España, Francia e Italia; se trata de un negocio sólido con fuertes barreras de entrada, una renovada (y excelente) gestión, y que hemos comprado tras caídas de hasta casi un 40%.

Semapa/Navigator es un grupo del que hicimos la mayor posición de la cartera ibérica en nuestra etapa anterior, allá por los años 2010-12. Es el productor de papel para impresión más eficiente de Europa, controlado por la familia Queiroz Pereira, y sin apenas deuda. Y hemos comprado las acciones tras caídas del 40% en el año, y del 65% desde los máximos de 2018.

Prosegur Cash es la filial del grupo Prosegur, controlado por la familia Gut Revoredo, líder en los servicios de gestión de efectivo en España, Brasil y Argentina, y con presencia en otros países latinoamericanos y en Europa. El negocio cuenta con importantes ventajas competitivas, buena rentabilidad sobre el capital invertido, y hemos comprado tras caídas del 50% desde principios de año.

Acerinox es una compañía en la que hemos sido accionistas en multitud de períodos durante los últimos 18 años, y donde siempre hemos generado buenas rentabilidades. Es uno de los líderes mundiales en la producción de acero inoxidable, negocio cíclico, pero con una sólida tasa de crecimiento a largo plazo. Acerinox cuenta con una buena cultura corporativa, gran equipo de dirección, y un sólido balance. Hemos comprado tras caídas del 40% desde principios de año.

Los cambios no han permitido incrementar el valor estimado de la cartera ibérica, pero sí la calidad de sus negocios, un giro que ya hemos realizado en el pasado con éxito cuando se dan fuertes caídas de mercado.

El valor estimado de la cartera ibérica asciende a **186 EUR por participación**, lo que supone un potencial del 130%* frente a su nivel actual.

Cartera internacional

Tras el rebote desde mínimos, con subidas concentradas especialmente en mineras de oro, uranio y cobre, hemos aprovechado para mejorar el binomio del potencial y la calidad de la cartera. Destacan las incorporaciones de **CNH Industrial, Teck Resources y First Quantum**, financiadas con ventas en **Barrick Gold, Cameco o Sol Spa** tras su buen comportamiento relativo.

CNH Industrial es una compañía que conocemos bien, en la que ya invertimos hace casi 10 años y cuya acción ha caído alrededor de un 50% con la crisis del Covid-19. El principal negocio de CNH Industrial es la fabricación de maquinaria agrícola, oligopolio a nivel global con importantes barreras de entrada y donde CNH ostenta la segunda posición tras el líder mundial, John Deere.

Teck Resources tiene minas de carbón metalúrgico, zinc, cobre y yacimientos de crudo, en EE. UU., Canadá, Perú y Chile. La compañía tiene una cultura familiar, un balance robusto, y hemos comprado sus acciones tras caídas acumuladas del 75% desde los máximos recientes.

* Potencial de revalorización obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

First Quantum es una minera de cobre, en la que ya invertimos con éxito en 2016. La hemos vuelto a comprar tras acumular caídas de alrededor del 50% desde la crisis del Covid-19, y de casi el 70% desde los máximos de 2018.

Tras los cambios, nuestro valor estimado de la cartera internacional asciende a **216 EUR por participación**, lo que supone un potencial del 143%* frente a los niveles actuales. Recuérdese que esta estimación incorpora precios del crudo de \$50 por barril, y sería algo superior si estos se superan.

La "columna vertebral" de la cartera ha permanecido relativamente estable en los últimos dos años. Esto nos parece un buen indicio de que no es fácil mejorar lo que ya tenemos. Contamos con una gran colección de activos, que en general cuentan con sólidos balances y una cultura correcta. Y lo más importante, cotizando a precios muy atractivos, que es la verdadera piedra angular de la inversión, en nuestra opinión.

Novedades de Azvalor

A pesar de la pandemia del Covid-19, el trabajo en remoto ha permitido cubrir la práctica totalidad de las funciones de la compañía sin incidencias. La mejora de la situación sanitaria nos ha permitido, desde hace varias semanas, ir volviendo de forma gradual a la normalidad y, actualmente, un tercio de la plantilla está trabajando desde la oficina respetando las medidas preventivas aconsejadas y tras haber superado los test serológicos preceptivos. Esta prueba refuerza nuestra convicción de seguir invirtiendo en tecnología para avanzar en la digitalización de la compañía, aspecto clave tanto en nuestros procesos internos como en la relación con nuestros inversores, y de cuyos avances y nuevas funcionalidades les iremos informando en los próximos meses.

En cuanto a los flujos de entrada y salida en nuestros fondos, hemos tenido en este segundo trimestre de 2020 suscripciones por importe de 20M€ y reembolsos de 34M€, lo que significa unas salidas netas de 14M€; se trata de una cifra reducida (apenas el 1% de los activos totales) que muestra el compromiso de nuestra base de copartícipes en momentos de alta volatilidad. Además de partícipes que "aguantan", tenemos la cartera más líquida de toda nuestra trayectoria profesional (el 80% de las inversiones podrían liquidarse en apenas unos días); esto es una protección para el inversor de largo plazo: en el caso de que en el futuro hubiera reembolsos de partícipes, éstos podrían afrontarse sin mayor problema.

* Potencial de revalorización obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

Nos despedimos agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nosotros si así lo desean a través de los diferentes canales de comunicación o directamente con el equipo de relación con inversores.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, consisting of a series of loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Equipo Azvalor SGIC