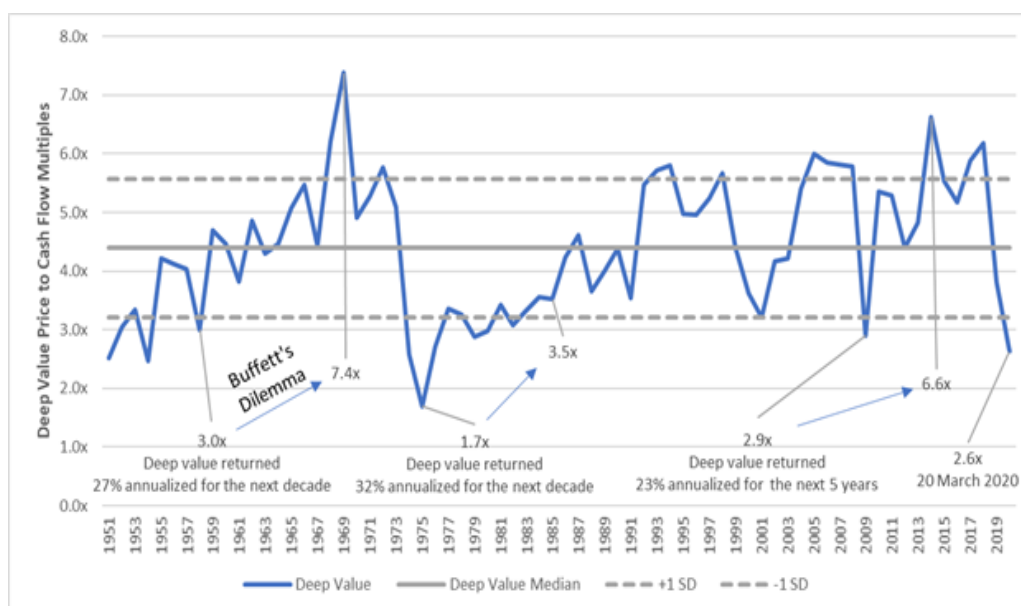


Estimado coinversor:

Antes de nada, espero sinceramente que usted y sus familiares hayan llevado lo mejor posible la situación de los últimos meses.

Como sabrá, la estrategia de este fondo, y de Azvalor en general, está basada en invertir en negocios cotizando a precios bajos respecto a su valor. Este estilo de inversión no ha funcionado particularmente bien en los últimos diez años aproximadamente, cuando lo que tuvo mejor rendimiento fue aquello con precios más altos, llegando a un nivel especialmente extremo en los últimos dos años, con los segmentos más caros del mercado comportándose en bolsa mucho mejor que el resto, a pesar de que la evolución de sus fundamentales de beneficios o flujos de caja no han sido mejores que los de las compañías baratas, de forma agregada. Esto nos deja un mercado irracional en el que el **segmento de lo más barato está en un nivel de atractivo que hemos visto muy pocas veces en los últimos setenta años**. Cuando ha ocurrido esto en el pasado, las rentabilidades de este tipo de compañías han sido espectaculares en la década siguiente, como vemos en el siguiente gráfico:

Gráfico: Múltiplo de Precio/Flujo de Caja de las compañías más baratas en el mercado (Deep Value)



Source: Ken French, tenth percentile breakpoint on price-to-cash-flow multiples and tenth decile price-to-cash-flow long-term equal-weight returns.

La pregunta que se nos plantea ahora es: **¿Es esta vez diferente? ¿Ha muerto el Value?** La prestigiosa gestora americana AQR ha publicado un interesantísimo estudio, [Is \(Systematic\) Value Investing Dead?](#), en el que pone a prueba las hipótesis más oídas en el mercado en este sentido, que les intento resumir a continuación:

**HIPÓTESIS 1:** El análisis habitual de divergencia de valoración de lo que está barato frente a lo que está caro es erróneo porque el ratio Precio sobre Valor en Libros (Price/Book) no es una medida adecuada, por el mayor nivel de activos intangibles en las compañías.

**FALSA:** Usando cualquier otra medida como Precio/Ventas, Precio/Beneficios (históricos), Precio/Beneficios (futuros), la divergencia sigue siendo extrema y cercana a máximos históricos.

**HIPÓTESIS 2:** Vivimos en un nuevo mundo donde los ganadores se lo llevan todo (“Winners takes it all”), y si excluyes las MAGFANT (Microsoft, Amazon, Google, Facebook, Apple, Netflix, y Tesla), que pueden merecer múltiplos más altos, no existe tal divergencia de valoraciones.

**FALSA:** Si quitamos del análisis de valoración este tipo de compañías (la industria tecnológica, las compañías más grandes o mega-caps, o el 10% de las compañías más caras), la divergencia de valoraciones sigue siendo extrema. El estudio concluye que no es un fenómeno provocado por un nuevo mundo MAGFANT, sino que se produce de forma generalizada en el mercado.

**HIPÓTESIS 3:** Hay un sesgo sectorial en la divergencia, es decir, se produce exclusivamente por unos sectores que están muy caros frente a otros muy baratos.

**FALSA:** Si analizamos valoraciones intra-industria, haciendo un análisis neutral sectorialmente, la divergencia sigue siendo extrema. Es decir, dentro de cada sector también vemos esa divergencia de lo caro frente a lo barato.

**HIPÓTESIS 4:** La divergencia viene porque lo caro está muy caro, pero lo barato no está necesariamente muy barato.

**FALSA:** Ambos factores contribuyen a la divergencia de valoraciones, aunque con mayor impacto de lo barato. Es decir, viene principalmente por una depresión en los precios de lo barato, en mayor medida que por una euforia de lo caro (aunque esto también influye, estando más caro de lo habitual).

**HIPÓTESIS 5:** La divergencia de valoración está justificada porque las compañías baratas tienen peor calidad que antes respecto a las caras, es decir, están baratas por las razones correctas (“Cheap for a Good Reason”).

**FALSA:** Si miramos a los beneficios brutos (gross profitability) o el retorno sobre los activos (ROA), la diferencia entre las compañías baratas y caras está en línea con la mediana histórica, luego eso no explica el extremo de valoración. Si miramos a nivel de apalancamiento, las compañías baratas tienen de hecho menos apalancamiento que las caras en términos absolutos, y están en un nivel inferior a su mediana histórica.

**HIPÓTESIS 6:** Los tipos de interés bajos (y cayendo) explican el peor comportamiento de las compañías baratas.

**FALSA:** El estudio [“Value and Interest Rates – Are rates to blame for value’s torments”](#), de mayo de 2020, de Thomas Maloney (AQR Capital) y Tobias J. Moskowitz (Yale University) concluye

que la rentabilidad del *Value* no se puede evaluar en base al entorno de tipos de interés, ya que la relevancia económica de la relación es pequeña y no robusta.

Por tanto, seguimos sin encontrar una razón que justifique el extremo de valoración que nos ofrece el mercado; en nuestra opinión la **irracionalidad del mercado no puede durar para siempre, y antes o después los fundamentales importarán**. De hecho, cuanto más dure y más se amplíe esa divergencia, más cerca estaremos de que revierta. Tras un primer trimestre de 2020 que ha sido el peor para el Value de toda la historia (desde 1926 que se tienen datos), nos encontramos en nuestra opinión ante una clara oportunidad de inversión a largo plazo. Desde los mínimos de mediados de marzo, cuando enviamos la [anterior nota a nuestros coinversores](#), el fondo Azvalor Managers ha subido más de un 50%, pero aún está alrededor de un 20% por debajo desde su lanzamiento. Creemos que para los inversores que puedan soportar esta volatilidad a corto y medio plazo, la recompensa a largo plazo será sustancial, como ha ocurrido siempre a lo largo de la historia cuando se invierte en las compañías correctas a estos niveles de valoración. Por dar dos datos simples pero ilustrativos, el fondo está ahora a un ratio de **Precio/beneficio de 7.68 veces y Precio/Valor en Libros de 0.56 veces**, con datos Morningstar a 31 mayo 2020.

Los cuatro Managers del fondo han vivido en el pasado situaciones de estrés en el mercado similares a lo acontecido en los últimos meses, y siguen centrando su proceso en seleccionar una a una cada compañía a través de un profundo análisis fundamental. **La rotación de cartera ha sido muy limitada en los últimos meses**, mostrando la convicción de los Managers en las compañías invertidas, y demostrando un temperamento por su parte fuera de lo común. No obstante, sí han aprovechado circunstancias puntuales para invertir en algún nombre nuevo cuyo precio había caído a niveles irracionales, y enormemente atractivos.

Por otro lado, se han producido **progresos importantes en varias de las principales compañías** de la cartera del fondo, como por ejemplo la OPA ejecutada en Mayo sobre la Hongkonesa Clear Media, que era la tercera posición del fondo, o la actual batalla por parte de algunos fondos de *private equity* para comprar la australiana Village Roadshow, también en el top ten. No es sorprendente que veamos este tipo de operaciones en nuestra cartera, dado el interesantísimo precio al que cotizan nuestras compañías.

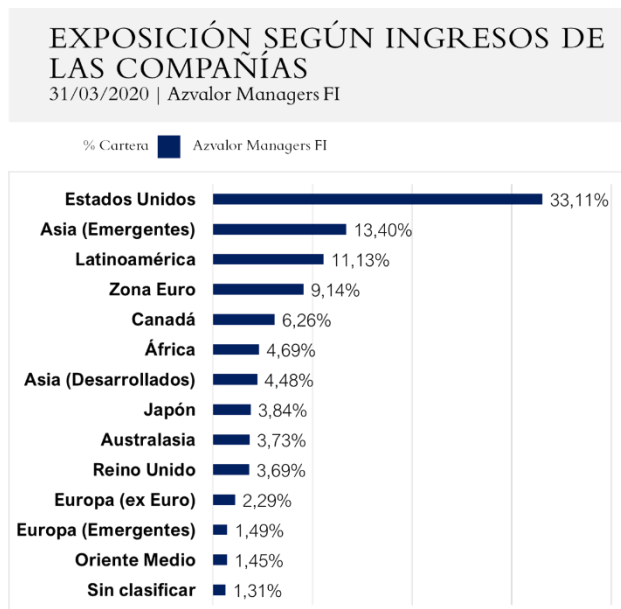
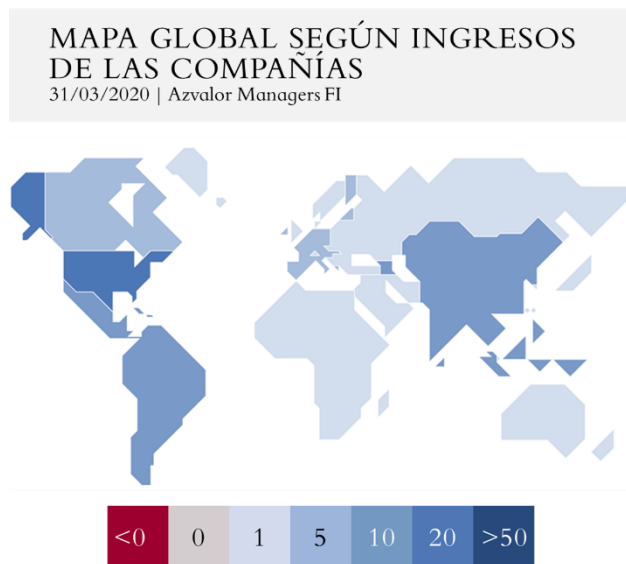
Como siempre, reiteramos nuestro máximo compromiso con Azvalor Managers, y tenga por seguro que vamos a tratar el fondo como si fuese nuestro propio capital porque, de hecho, lo es.

Gracias por su atención,

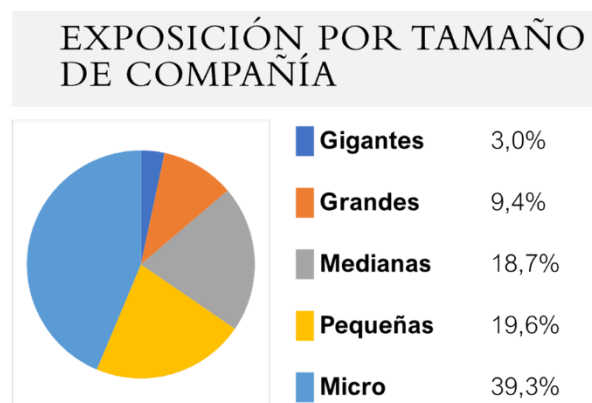
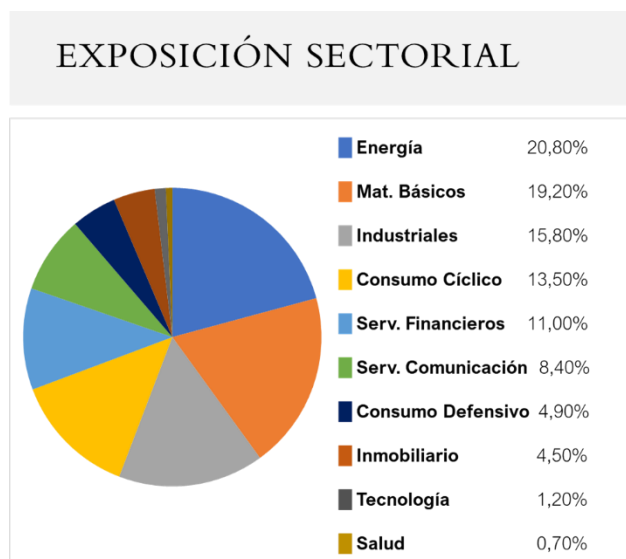
**Javier Sáenz de Cenzano, CFA**

## ANEXO I

Puede consultar información sobre la cartera del fondo en los siguientes gráficos y tablas:



Nota: el gráfico muestra la exposición regional del fondo (%) según lugar de generación de los ingresos de las compañías en cartera.



Nota: excluye liquidez. Fuente Morningstar, a 31 de mayo 2020.