

Estimado coinversor:

Antes de nada, le deseo sinceramente que tanto usted como su familia y gente cercana estén llevando la situación de alarma que estamos atravesando lo mejor posible.

Ciertamente estamos viviendo tiempos fuera de lo habitual, con un nivel de volatilidad extrema que no atiende necesariamente a la realidad de los fundamentales de las inversiones. Hemos hablado con todos los Managers en los últimos días, y les resumimos algunos puntos en común:

- 1) En cuanto al parón de la actividad económica que estamos viendo a nivel global, algunos negocios de las compañías de nuestra cartera se verán más afectados, otros menos, y es difícil evaluar la magnitud del impacto ya que dependerá del tiempo del parón de la actividad global. En cualquier caso, creemos que el posible **impacto en los beneficios y flujos de caja de las compañías será temporal.**
- 2) En este entorno es importante estar **invertidos en compañías con un balance suficientemente sólido**, de forma que aguanten el peor escenario posible de parón duradero, aunque no sea el marco más probable. En general tenemos en cartera compañías con balances sólidos, muchas cotizan MUY por debajo del valor de liquidación de sus activos (sobre todo en las carteras de Donald Smith & Co. y de Moerus Capital), y tienen en su inmensa mayoría un apalancamiento por debajo de la media.

En palabras de Amit Wadhwaney, de Moerus Capital:

“Compramos habitualmente compañías con cotizaciones deprimidas; esas cotizaciones se deben frecuentemente a que la compañía ha sufrido algún tipo de estrés. Por esa razón, y por un horizonte temporal de inversión largo (durante el cual la compañía puede atravesar más adversidad, macroeconómica o de otro tipo), exigimos a las compañías que tengan capacidad de supervivencia, a través de un fuerte balance, activos que pueden ser vendidos, modelos de negocio robustos u otros atributos. Es importante recordar que las compañías en nuestra cartera están, en nuestra opinión, cotizando a precios muy bajos, y todas tienen las características de supervivencia mencionadas. La combinación de estos dos factores debe ayudar a mitigar el impacto de un frenazo económico provocado por el virus COVID-19.”

En palabras de Richard Greenberg, de Donald Smith & Co.:

“Si se produce un impacto a corto plazo en los beneficios, nuestras compañías tienen la capacidad financiera para sobrevivir en prácticamente cualquier escenario. Pensando a largo plazo, nuestra compañía media, que cotiza a cerca de cinco veces beneficios normalizados y a un descuento extremo sobre valor en libros, está un nivel de valoración enormemente atractivo.”

- 3) **Todos los Managers del fondo han vivido este tipo de situación en el pasado** y tienen el temperamento para mantener la calma y seguir centrando su proceso de inversión en los fundamentales de las compañías. Nadie sabe cuándo el mercado abandonará el modo pánico, y es

un ejercicio inútil intentar predecir cuál será el suelo, pero lo importante es que los Managers **identifican este momento como un punto de inversión histórico, para un horizonte temporal a largo plazo.** Dejo esta frase de Chris Mittleman, de Mittleman Brothers:

“Tras un año de rentabilidad terrible para la estrategia de Mittleman Brothers en 2008 (-64.3% vs. -37% del S&P 500), empezamos el año 2009 con otra caída del 30%, desde el 31 de Diciembre de 2008 hasta el 9 de Marzo de 2009. El desaliento fue surrealista, y a pesar de nuestros repetidos intentos de explicar el grotesco error de valoración de los mercados, no pudimos parecer más estúpidos que lo que parecíamos en ese momento. Desde el 31 de Diciembre de 2007 hasta el 9 de Marzo de 2009, habíamos caído un 75%, en solo un año y dos meses, mientras que el S&P 500 había caído un 53%. Demasiado para nuestra marca de “value investing”. Y sin embargo acabamos el año 2009 con una subida de +151% (+258% desde el mínimo de Marzo) frente a una subida del +27% del S&P500. No nos unimos a la corriente de pánico y de fiebre vendedora, y se produjeron unos resultados que cambian una vida, multiplicando la inversión por 14,9 veces desde el suelo de Marzo de 2009 hasta el pico de 31 de Agosto de 2014. Luego \$1.000.000 invertidos con nosotros en 31 de Diciembre de 2007 se convirtieron en unos impensables \$250.000 en Marzo de 2009, pero pasaron a valer \$3.722.000 en Agosto de 2014.”

- 4) Lógicamente el pasado no tiene por qué repetirse, pero **las valoraciones de muchas compañías en cartera rozan el absurdo;** el ratio Precio/Beneficio de la cartera en conjunto está en alrededor de 8 veces. Por dar un ejemplo, tomando la compañía que más pesa en el fondo, Aimia Inc: no tiene deuda, y **tiene en caja un saldo que es un 60% superior a lo que cotiza la compañía en bolsa.** Además, tiene un negocio de servicios de fidelización de clientes con flujos de caja estables y resistentes al ciclo (\$60 millones anuales frente al valor en bolsa de la compañía de \$212 millones), tiene un crédito fiscal para compensar beneficios futuros, y un nuevo consejo de administración, que va a hacer adquisiciones estratégicas con el saldo en caja y va a mejorar el equipo directivo. Es una compañía que ha mejorado significativamente sus fundamentales en las últimas semanas y meses, pero ha caído un 33% en bolsa en los últimos treinta días (a 16 de Marzo de 2020). Es tan solo un ejemplo de la irracionalidad del mercado, que está **penalizando de forma general a las compañías, sin discriminar según los fundamentales de cada una.**
- 5) El Manager Goehring & Rozencwajg, comenta **en relación a las dinámicas del petróleo,** que incluso los negacionistas de la caída del shale oil (fracking o fracturamiento hidráulico) americano, como la consultora Rystad, ya reconocen una caída de producción del shale de 1-2 millones de barriles día. Cuando la demanda se recupere del impacto del Coronovirus (e impulsado por el fin de la guerra comercial), la demanda estará en un crecimiento de más de 2 millones de barriles día (crecimiento de año a año), en un mercado que en los últimos doce meses estaba en un punto cercano al equilibrio, lo que supone una diferencia de aproximadamente 4 millones de barriles día. Goehring & Rozencwajg creen que es imposible que Arabia Saudi pueda incrementar la producción al nivel que dice públicamente, porque entre otras cosas aún no están plenamente recuperados del ataque de Abquaiq y Khurais de hace unos meses, luego el **ímpetu de recuperación del precio del petróleo puede ser extremo.**

- 6) Hemos tenido en Azvalor Managers algunas entradas de dinero en los últimos días, con **inversores que han aprovechado las caídas como punto de entrada para una inversión a largo plazo**, incluyendo algunos empleados de Azvalor y familiares de empleados. El conjunto de empleados de Azvalor somos el primer inversor del fondo. Tenga por seguro que vamos a tratar el fondo como si fuese nuestro propio capital porque, de hecho, lo es.

Si necesita más información o si quiere acceder a las últimas cartas de alguno de los Managers, por favor póngase en contacto con nosotros.

Gracias por su atención,

Javier Sáenz de Cenzano, CFA