

¿Ha llegado el momento de invertir (en valor)?

El nuevo paradigma “*value*”: la Generación de Valor

Estimado Inversor,

El mundo afronta una de las mayores amenazas sanitarias de su historia reciente que, sin duda, va a afectar profundamente tanto a la economía global como a todos sus habitantes. Nuestras primeras palabras son de apoyo y solidaridad hacia todas las personas afectadas por esta crisis del COVID-19. Asimismo, no queremos dejar de agradecer la admirable labor tanto de los trabajadores sanitarios, como de todos aquellos ciudadanos que están exponiendo sus vidas por ayudar a los demás durante estos días tan duros. Invertir en ellos a largo plazo es la decisión más rentable que podemos hacer como sociedad para garantizar un desarrollo más sostenible y seguro.

Nos hace especial ilusión escribirle nuestra primera carta trimestral justo cuando se cumplen seis meses desde que el 30 de septiembre del año 2019 nos pusimos al frente del fondo [Value Strategy Fund](#).

Este proyecto nace con el firme propósito de convertirse en un referente dentro de la inversión en valor. Nuestra alianza estratégica con **Singular Bank** es la mejor garantía, especialmente en un entorno como el actual, para que nos podamos enfocar exclusivamente en la toma de decisiones de inversión a largo plazo.

En esta nueva etapa, queremos que la **proximidad a los inversores** y el empeño constante en aportar valor sean nuestras señas de identidad. Por ello, en esta primera carta vamos a extendernos más de lo habitual. **El objetivo es que, si usted decide coinvertir con nosotros, conozca en detalle tanto nuestro método de trabajo como nuestra forma de pensar.**

Nunca pudimos imaginar que en un período de tiempo tan corto iban a sucederse toda una serie de acontecimientos que, históricamente, han precisado de períodos más largos. La velocidad a la que se están sucediendo los hechos está siendo muy superior a la de las crisis más recientes. En cualquier caso, como inversores de largo plazo **nos centraremos en analizar aquellos cambios que van a afectar a nuestras vidas y decisiones de inversión de forma estructural** los próximos años.

Nos encontramos ante un **nuevo cambio de ciclo** en un mundo que cada vez progresa más rápido hacia una **economía más básica y digital**. Las compañías con **caja neta en su balance** no sólo van a preservar mejor el capital, sino que **entenderán la crisis como una oportunidad**. La inversión en valor no puede ser ajena a esa disrupción, siendo necesaria su evolución hacia una inversión más enfocada en el retorno sobre los activos que en su valor. Nosotros lo definimos como el **nuevo paradigma “*value*”: la Generación de Valor**.

Evolución del fondo

Es lógico pensar que el momento actual no sea el más adecuado para empezar un proyecto de gestión independiente, y menos con una filosofía de inversión en valor. De hecho, en la tabla inferior se aprecia como desde el 30 de septiembre 2019, fecha de inicio de nuestro proyecto, ni nosotros ni los principales fondos nacionales de inversión en valor hemos podido igualar la rentabilidad de los índices. Esta situación no es nada nuevo, ya que **llevamos más de una década con un peor comportamiento relativo de la gestión en valor**. Como explicaremos a continuación, el estudio de los tres cambios de ciclo que se han sucedido durante los últimos 25 años indica que **podríamos encontrarnos muy cerca del punto de inflexión a favor de la gestión en valor**.

EVOLUCIÓN DESDE INICIO DE VALUE STRATEGY FUND (1)			
	Rentabilidad Acumulada	Beta	Volatilidad
MSCI EUROPE NET RETURN (2)	-18,17%	1,00	31,65
VALUE STRATEGY FUND	-20,75%	0,76	26,38
ÍNDICE DE FONDOS VALUE (3)	-28,69%	0,94	33,67

(1) Datos desde el 30/09/2019 al 31/03/2020

(2) Índice de referencia incluyendo dividendos

(3) Media 10 fondos nacionales de gestión en valor más comparables

Fuente: Bloomberg

De forma resumida, es evidente que la rentabilidad absoluta del fondo durante estos 6 primeros meses no se corresponde con nuestros objetivos a largo plazo. Sin embargo, sí que vemos con moderado optimismo algunos datos positivos. Por un lado, el **nivel de riesgo** del fondo ha sido sustancialmente inferior tanto al del índice de referencia, como al de los principales fondos nacionales comparables. Sin duda alguna, la calidad de la cartera ha contribuido a ese menor perfil de riesgo. Por otro lado, la comparativa en términos de rentabilidad frente a los principales fondos nacionales de inversión en valor es muy favorable. En cualquier caso, son datos de un período de tiempo muy corto, por lo que debemos de ser prudentes en su interpretación y esperar a ver la evolución en un período más largo.

La cartera actual es probablemente la mejor que hemos tenido en nuestra carrera profesional, tanto por su calidad como por su potencial a medio plazo. La reciente corrección de las bolsas nos ha permitido incorporar compañías con un balance más sólido, hasta el punto de tener una posición media de las compañías en cartera con caja neta superior a 0,6x veces su EBITDA medio (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Esta posición de caja es más destacable si se compara con la deuda neta (frente a la caja neta de nuestra cartera) de 1,4x veces su EBITDA que actualmente tienen de media las compañías no-financieras (las financieras tienen niveles de apalancamiento muy superiores) del índice paneuropeo Stoxx600. Asimismo, también hemos mejorado la **Generación de Valor** (ver anexo 1) media estimada de las compañías **para los próximos 4 años** hasta niveles superiores al **13% anual**. Finalmente, los niveles de valoración de la cartera son muy atractivos para su elevado nivel de retorno esperado, pero lo son todavía más frente a la media de los índices de mercado. La suma de Generación de Valor e infravaloración nos lleva a estimar un **potencial esperado para los próximos 4 años superior al 25% anual**.

¿Ha llegado el momento de invertir (en valor)?

Siempre que se produce una corrección aparece la “pregunta del millón de dólares”: ¿ha llegado ya el momento de invertir? Es curioso como en las caídas siempre nos da pánico comprar, no teniendo esa sensación de miedo en las subidas cuando nos desprendemos de una excelente compañía (y corremos el riesgo de perdernos la mayor parte de su creación de valor) o, lo que es todavía peor, cuando compramos una compañía en máximos históricos sencillamente porque está de moda. El comportamiento humano es así, la **percepción del riesgo es completamente asimétrica** con una tendencia clara a sobrereactuar tanto en los momentos de pánico como en los de euforia.

Antes de profundizar en la valoración actual de las bolsas, es importante empezar explicando que **los mercados llevan ya varios años fragmentados en tres grupos de compañías** perfectamente diferenciados. Por un lado, están las **grandes compañías tecnológicas y todas aquellas que por su estabilidad en la generación de flujos de caja se consideran un buen proxy de los bonos**. Por otro, están las compañías conocidas como **value traps** (trampas de valor) por su dificultad para crecer y, lo que es más importante, su incapacidad para generar retornos por encima de su coste de capital a lo largo del ciclo, debido a problemas estructurales en sus negocios. Finalmente, nos encontramos con **el resto de las compañías** que, mayoritariamente crecen y generan retornos a lo largo del ciclo superiores a su coste de capital, pero lo hacen de forma diferente al primer grupo.

De forma resumida, el primer grupo de compañías se corresponde con lo que hoy en día se define como inversión en crecimiento, y al resto de compañías se les denomina inversión en valor. Es decir, la diferenciación entre valor y crecimiento responde más a lo que nosotros definimos como “**la teoría de las etiquetas**” que a principios financieros relacionados con su valoración o crecimiento.

Esta nueva diferenciación entre crecimiento y valor no es algo nuevo, ya que lleva presente en los mercados desde la crisis financiera de 2008. El motivo principal es que los **flujos de fondos a renta variable** se han dirigido mayoritariamente al primer grupo de compañías **por tres factores**: el fuerte crecimiento de la **gestión pasiva** (ETFs), las nuevas normas sobre **inversión sostenible y responsable** y, por encima de todo, la migración de capitales hacia la bolsa desde los mercados de renta fija en **búsqueda de rentabilidad en un mundo de tipos de interés cero** o negativos. En definitiva, los flujos de capitales, y no tanto la generación de valor de los negocios, han sido el factor más importante para explicar el diferencial de comportamiento entre los dos grupos.

Si analizamos **el grupo definido como inversión en crecimiento**, el principal denominador común entre la mayoría de las compañías es que sus precios en bolsa han subido mucho más que el valor que han generado sus negocios para los accionistas durante el último ciclo alcista. Esta situación ha llevado a una subida constante de los múltiplos a los que cotizan, situándose en máximos históricos en muchos casos. Dicho de otra forma, las cotizaciones actuales de esas compañías recogen **expectativas de crecimiento y/o mejoras de retorno más elevadas que al inicio del ciclo**. Por ejemplo, la compañía francesa L'Oréal, líder global en el mercado de belleza y cosmética, en los últimos 10 años ha tenido una Generación de Valor para sus accionistas de un +170%, frente a un retorno en bolsa (incluyendo dividendos) del +294%. En términos de valoración, cotiza a 30x veces los beneficios estimados de este año frente a las 22x que cotizaba en el año 2010, cuando ni su perfil de crecimiento ni su Generación de Valor han cambiado de forma significativa. Los datos no dejan lugar a dudas de que L'Oréal es una compañía excelente, pero también nos muestran que su valoración es hoy más exigente que hace diez años.

Por el contrario, dentro del segundo grupo, las compañías consideradas como **trampas de valor**, es habitual ver que, año tras año, **ni las bajas valoraciones sirven de suelo para sus cotizaciones**. Como explicaremos más adelante, la economía evoluciona cada vez más rápido siendo fundamental analizar la exposición de las compañías a las principales tendencias estructurales. La mayoría de estas compañías tienen importantes **amenazas en sus negocios**, como queda reflejado en el hecho de que su Generación de Valor durante la última década haya sido muy inferior a su coste de capital y, en muchos casos, hasta negativa.

Nos queda el grupo de compañías que mayoritariamente crecen y generan retornos a lo largo del ciclo superiores a su coste de capital, pero lo hacen de forma diferente al primer grupo. Este es **nuestro universo principal de inversión**. Lo realmente sorprendente es que muchas de estas compañías se han adaptado rápidamente a nuevas tendencias tan relevantes como la **digitalización, mejorando su Generación de Valor y reforzando su posicionamiento competitivo**. Es decir, son mejores compañías hoy que hace una década. Sin embargo, es habitual encontrarnos múltiples casos en los que **las cotizaciones han subido menos que su Generación de Valor durante el período**. Dicho de otra forma, los múltiplos de valoración se han mantenido estables o se han reducido. Por ejemplo, la compañía francesa **LDC**, líder indiscutible en el procesamiento de carne de aves de corral en el mercado francés y una de nuestras compañías en cartera, ha generado un +197% de valor para sus accionistas, frente a un retorno en bolsa (incluyendo dividendos) del +184%. En términos de valoración, cotiza a 9,9x veces los beneficios estimados de este año frente a las 14x que cotizaba en el año 2010. En este caso, tampoco apreciamos cambios relevantes ni en su perfil de crecimiento ni en su Generación de Valor que justifiquen el menor múltiplo al que cotiza actualmente.

La comparación anterior resulta sorprendente a primera vista, ya que durante una década la Generación de Valor de todo un líder global como **L'Oréal** ha sido inferior a la de **LDC**, un líder local. Todavía resulta más llamativa si tenemos en cuenta que el retorno sobre fondos propios (RoE) de **L'Oréal** es de un 15% frente a un 12% de **LDC**. ¿Cómo es entonces posible que la Generación de Valor de **LDC** haya sido superior? Muy sencillo, mientras **LDC** ha reinvertido en su negocio más del 75% de su beneficio anual, **L'Oréal** ha reinvertido menos del 45% de su beneficio.

En definitiva, para que acción de **L'Oréal** siga subiendo la próxima década por encima de la Generación de Valor de la compañía, será necesario que el mercado esté dispuesto a pagar por encima de las 30x veces beneficios a las que cotiza hoy en día. Por el contrario, si los inversores decidieran volver a pagar las 22x veces beneficios a las que cotizaba en 2010, la rentabilidad final del accionista será muy inferior a la Generación de Valor de la compañía, pudiendo incluso ser negativa en algún momento. Sin embargo, en el caso de **LDC** sólo con que siga generando valor al mismo ritmo deberíamos tener rentabilidades de doble dígito la próxima década. Si el mercado decidiera volver a pagar las 14x veces beneficios a las que cotizaba en el año 2010, nuestra rentabilidad será muy superior.

Por lo tanto, **comprar barato nunca dejará de tener sentido**, y por eso nos consideramos inversores en valor, pero **siempre que sea en compañías con una elevada Generación de Valor**. En cambio, **sin Generación de Valor tenemos una elevadísima probabilidad de que lo a simple vista parece barato, nos acabe saliendo muy caro**. En el Anexo 1. Método, universo de inversión y objetivos de rentabilidad profundizamos en más detalle en la definición de **Generación de Valor**, ya que es ahí donde reside lo que nosotros denominamos el nuevo paradigma **"value"**.

Dejando el ejemplo anterior a un lado, la realidad es que durante la última década las caídas de mercado siempre han sido una gran oportunidad para incrementar posiciones en el primer grupo de compañías. Es más, hemos llegado a un extremo en el que **buena parte de la comunidad financiera lleva tiempo preguntándose si la gestión en valor ha perdido su razón de ser**. La reciente corrección de los mercados nos ha llevado casi sin darnos cuenta al primer mercado bajista desde la crisis financiera, por lo que antes de responder a la “pregunta del millón de dólares” es prudente analizar si los cambios de ciclo han podido determinar un punto de inflexión que nos lleve a un cambio de liderazgo en la próxima recuperación.

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN VALOR Y EN CRECIMIENTO DESDE 1995					
	Duración (años)	INDICE GENERAL ⁽¹⁾	INDICE VALOR ⁽²⁾	INDICE CRECIMIENTO ⁽³⁾	VALOR Vs CRECIMIENTO
PRIMER CICLO ALCISTA: "BURBUJA PUNTOCOM" (31/05/1995 a 24/03/2000)	4,8	+204%	+129%	+274%	-144%
PRIMER MERCADO BAJISTA (24/03/2000 a 10/10/2002)	2,5	-45%	-23%	-63%	+40%
SEGUNDO CICLO ALCISTA: "BURBUJA INMOBILIARIA" (10/10/2002 a 11/10/2007)	5,0	+121%	+143%	+99%	+44%
SEGUNDO MERCADO BAJISTA (11/10/2007 a 06/03/2009)	1,4	-55%	-59%	-51%	-9%
TERCER CICLO ALCISTA: (06/03/2009 a 19/02/2020)	11,0	+524%	+427%	+638%	-211%
TERCER MERCADO BAJISTA (19/02/2020 a 31/03/2020)	0,1	-25%	-28%	-22%	-6%
PERÍODO TOTAL (31/05/1995 a 31/03/2020)	24,9	+677%	+568%	+689%	-121%

(1) Russell 3000 Index (2) Russell 3000 Value Index (3) Russell 3000 Growth Index

Fuente: Bloomberg

Durante los últimos 25 años, hemos tenido tres ciclos alcistas de bolsa y tres correcciones importantes, incluyendo la actual. La tabla superior muestra el comportamiento durante cada período de un índice general y dos de sus subíndices, el de crecimiento y el de valor. El selectivo elegido para este análisis es el índice estadounidense Russell 3000, ya que al estar formado por 3.000 empresas es una muestra muy representativa de compañías de todos los sectores y tamaños.

El **primer ciclo alcista**, conocido posteriormente como “**la burbuja puntocom**”, se prolongó desde el año 1995 hasta el año 2000. En ese período de casi cinco años, el índice de crecimiento batió al de valor en un +144%. No obstante, en la corrección posterior fue el índice de valor el que se comportó mucho mejor cayendo un +40% menos que el de crecimiento durante los dos años y medio de mercado bajista hasta octubre del año 2002. El **segundo ciclo alcista**, conocido posteriormente como “**la burbuja inmobiliaria**”, se extendió otros cinco años hasta octubre del año 2007. El índice de valor siguió teniendo un mejor comportamiento, con rentabilidades un +44% superiores a las del índice de crecimiento. Al final de este período, el índice de valor no sólo había recuperado toda la diferencia que había obtenido el índice de crecimiento en el primer ciclo alcista, sino que con una rentabilidad acumulada del +332%, batía en más de un +153% la del índice de crecimiento desde 1995.

Curiosamente, al final de la “**burbuja inmobiliaria**” fue la primera vez en mi carrera profesional que escuché la frase más temida en el mundo financiero: “**esta vez es diferente**”. Lo que vino después, lo conocen ustedes perfectamente, una fuerte corrección de los mercados hasta marzo del año 2009 y conocida como la “**crisis financiera**”. Fue más corta en tiempo que la anterior (año y medio frente a dos años y medio), pero las caídas fueron mayores. En ese período, el índice de crecimiento tomó el relevó después de más de siete años y medio de un peor comportamiento relativo frente al de valor, siendo su caída un 9% inferior a la del índice de valor. A pesar de ese cambio de liderazgo, al final de la “**crisis financiera**” el índice de valor seguía con una rentabilidad acumulada desde 1995 superior en un +38% a la del índice de crecimiento.

Tal fue la gravedad de la crisis, que nos dejó un nuevo escenario macroeconómico conocido como “**the new normal**” (la nueva normalidad), en el que los tipos de interés han mantenido una constante tendencia bajista hasta hoy, llegando a niveles negativos en varios tramos de la curva en buena parte de los países desarrollados. La duración de este ciclo alcista ha sido de once años, más del doble que la de los dos anteriores. En este largo período, el índice de crecimiento ha reforzado su liderazgo obteniendo una rentabilidad un +211% superior a la del índice de valor, consiguiendo darle la vuelta a su favor a la rentabilidad acumulada desde 1995, que actualmente se sitúa en un +121% frente a la del índice de valor.

Desde el mes de febrero, los mercados acumulan caídas superiores al 20%, nivel que tradicionalmente marca la diferencia entre corrección y **un nuevo mercado bajista**. Tan sólo llevamos un mes y medio, pero como hemos comentado al principio de la carta, la velocidad de los acontecimientos es muy superior a la de los dos ciclos bajistas anteriores. Asimismo, es llamativo que al contrario que en los dos ciclos bajistas previos desde 1995, el sector que más había subido (el de crecimiento) lo sigue haciendo mejor en la caída. A cierre de trimestre el índice de crecimiento ha retrocedido un +6% menos que el de valor y un +3% menos que el índice general.

En definitiva, o esta vez es diferente (les recordamos que es la frase más peligrosa jamás escuchada en el mundo financiero), o **en base al comportamiento de las bolsas durante los últimos 25 años podemos concluir que:**

- El mínimo del mercado debería de coincidir con un peor comportamiento relativo del índice de crecimiento frente al de valor.
- El índice de valor parte del mayor nivel de infravaloración frente al de crecimiento durante los últimos 25 años.

Por ello, en nuestra opinión la “**pregunta del millón de dólares**” después de una corrección como la actual sería más correcta plantearla en términos de qué hay que comprar más que el cuándo. Intentar adivinar el momento mínimo de los mercados de forma recurrente es muy complicado y arriesgado. Sin embargo, la historia nos demuestra que tiene mucho más sentido analizar los excesos cometidos en el último ciclo para evitar repetirlos en el siguiente. En definitiva, la pregunta debería ser: **¿ha llegado el momento de invertir en valor?**

Es cierto que **siempre que hay un mercado bajista se ha producido un relevo en el liderazgo entre valor y crecimiento**, siendo la parte que peor lo había hecho en el ciclo anterior la que lideraba la recuperación. En base a ese patrón de comportamiento histórico, debería ser la inversión en valor quien no sólo tenga un mejor comportamiento mientras dure el mercado bajista actual, sino que debería continuar su liderazgo durante el próximo ciclo alcista. **En caso contrario, esta vez sí que será diferente por primera vez en 25 años.**

COVID-19, ¿el catalizador del cambio de ciclo?

Nos encontramos ante un **catalizador del cambio de ciclo** totalmente diferente al de crisis anteriores. En este escenario de máxima incertidumbre, los inversores de corto plazo (*traders*) confiarán en sus modelos de análisis técnico de cotizaciones y/o de indicadores macroeconómicos para intentar anticiparse al cambio de tendencia. Los equipos de análisis de los bancos de inversión tienen por delante la difícil tarea, y muchas veces no justamente reconocida, de intentar estimar el efecto de la ralentización económica en los beneficios de las compañías. Los economistas se enfrentan a un escenario totalmente desconocido en la historia reciente.

En el caso de los **inversores de largo plazo**, tener un método de inversión y respetarlo será fundamental para evitar que los árboles no te dejen ver el bosque. Por ello, es fundamental no perderse en ese exceso de información y **enfocarse en entender qué va a cambiar de forma estructural a peor y, también como siempre que hay una crisis, a mejor**. Nosotros hemos identificado **dos grandes tendencias estructurales** fruto de la pandemia:

- Una economía más básica y próxima, a la par que más digital.
- Las compañías con un balance sólido y caja neta no sólo preservarán mejor el capital, sino que entenderán la crisis como una oportunidad.

Respecto a la **primera tendencia**, los procesos productivos y logísticos se van a simplificar, relocalizando buena parte de la producción cerca de los centros de consumo final. La presencia física de las personas en actividades tales como la consultoría, el sector financiero o el comercio va a ser menos necesaria. El desabastecimiento de bienes de primera necesidad se va a considerar como un nuevo riesgo global, beneficiando a todos los negocios que ayuden a reducirlo. Por otro lado, la **digitalización** en sus diferentes vertientes (teletrabajo, robotización, análisis de datos, cloud, ...) se va a acelerar, siendo la principal fuente para ganar eficiencia en una **economía más básica y próxima**.

La **segunda tendencia** es consecuencia del importante incremento del stock de deuda global, fruto de las medidas que han tomado tanto los Gobiernos como los Bancos Centrales para frenar los efectos negativos de la pandemia. En este escenario, **la solidez del balance y la caja neta van a ser variables clave** a la hora de decidir tanto el futuro inmediato de las compañías como sus prioridades a medio plazo. Si la desaceleración se prolonga, las compañías más endeudadas pueden tener problemas de capital que les obliguen a cancelar los retornos a sus accionistas (dividendos y recompra de acciones), realizar ampliaciones de capital y, ya en una fase muy negativa, pueden ver peligrar su continuidad. En definitiva, sus equipos directivos priorizarán toda medida que les ayude a reducir su nivel de deuda, dejando sus posibles planes de crecimiento para más adelante.

Por el contrario, **las compañías con un balance sólido** será más complicado que tengan que llegar a tomar medidas que lleven a diluciones significativas o pérdidas permanentes de capital a sus accionistas. Sin embargo, la fortaleza de su balance, especialmente en las compañías con caja, permitirá a sus equipos directivos aprovechar la crisis para invertir en crecimiento, tanto orgánico como inorgánico, y a precios más reducidos. En definitiva, mientras unas lucharán por sobrevivir, las otras **verán la crisis como una oportunidad**.

Valoración de la cartera

Como hemos comentado al inicio de la carta, probablemente **la cartera actual es la mejor que hemos tenido en nuestra carrera profesional**, tanto por su calidad como por su potencial a medio plazo. La tabla inferior nos muestra varios indicadores relevantes.

VALORACIÓN DE LA CARTERA								
P/E (1)	P/VC	RoE	RoCE	FCP (2)	Pay-out (3)	Caja neta /EBITDA	Generación de Valor (4)	Potencial anualizado (5)
11,8x	1,6x	+20,3%	+36,2%	+3,6%	+31,6%	-0,6x	+13,4%	+25,6%

(1) Con beneficios normalizados (2) Free Cash Profile: porcentaje de caja neta generado por cada punto porcentual de incremento en ventas

(3) % del beneficio neto destinado al pago de dividendos (4) Media anual de los próximos 4 años (5) Tasa de crecimiento equivalente anual 2020-2023

Fuente: Elaboración propia

Empezaremos comentando los **indicadores más interesantes para analizar la calidad de la cartera**. El **retorno sobre el capital empleado (RoCE)** nos muestra el retorno que una compañía obtiene por cada euro que emplea en su negocio. Nosotros consideramos que un negocio ofrece retornos extraordinarios cuando supera el +15%. **Nuestra cartera actual tiene un RoCE medio del +36,2%**.

Otro indicador diferencial y pocas veces comentado es la generación de caja por cada euro adicional de venta conocido como **Free Cash Profile (FCP)**. Este indicador es vital en momentos de tensión financiera como el actual. Su resultado nos indica el porcentaje de caja que genera cada euro adicional de venta, después de sustraer del EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), los intereses e impuestos pagados y las necesidades adicionales de capital circulante y de inversión fija para poder vender ese euro adicional. Por explicarlo de una forma más sencilla, si es negativo la compañía precisará de caja para incrementar sus ventas. Por el contrario, si es positivo cada euro adicional de venta generará caja para la compañía. Sí, han leído bien, no todas las compañías generan caja libre por cada euro adicional de ventas. **Nuestra cartera tiene un FCP medio del +3,6%**, por lo que cada euro adicional de ventas aportará caja a las compañías.

Ya hemos comentado que la media de las compañías de **la cartera tiene una posición de caja neta superior a 0,6x veces su EBITDA medio**. Esta fortaleza de balance ofrece una importante opcionalidad de crecimiento a futuro. Sin embargo, su efecto en el RoE (retorno sobre fondo propios) puede dar lugar a interpretaciones erróneas, ya que lo deprime de forma temporal. De forma resumida, las compañías con caja neta en balance tienen una parte importante de sus fondos propios sin invertir y, por lo tanto, no generan valor alguno. En otras palabras, **el RoE medio de la cartera del +20,3%** debería incrementar en la medida que las compañías pongan a trabajar la caja de sus balances, bien en crecimiento orgánico e inorgánico (adquisiciones) o mejorando el retorno a los accionistas (dividendos y recompra de acciones).

Finalmente, tener retornos elevados (RoCE y RoE) y un balance sólido (caja neta) son indicadores de gran calidad, **pero sólo tendremos una cartera extraordinaria si las compañías pueden, y deciden, invertir una parte importante de esos retornos en crecimiento**. Respecto al poder o no poder, la clave estará en la exposición a negocios de crecimiento y en la capacidad de liderazgo de las compañías. Este punto lo comentaremos en más detalle al hablar de la distribución sectorial de la cartera. Poder invertir es condición necesaria, pero no suficiente para crecer. Para ello, las compañías tienen que demostrar

una actitud hacia la reinversión. Su política de reparto de dividendos es una de las mejores formas para medir su predisposición a reinvertir en el negocio. **Nuestra cartera sólo destina un 31,6% de su beneficio neto al pago de dividendos**, por lo que más de dos tercios del beneficio neto se quedan dentro de las compañías para reinvertir en crecimiento futuro.

Si nuestras estimaciones son correctas **las compañías en cartera van a generar valor a tasas medias superiores al 13% los próximos cuatro años**. Sin embargo, el retorno que obtengamos como inversores dependerá de si el precio que estamos pagando es razonable o no. Es decir, es aquí donde el concepto de inversión en valor marca la diferencia entre invertir pensando en retornos a largo plazo o, sencillamente, en crecimientos de ventas o beneficios que, en ocasiones, no se convierten en retornos a los accionistas.

Nuestro método de valoración (ver Anexo 1) busca obtener una estimación del potencial retorno de cada compañía para los próximos 4 años. Ese potencial nace de la combinación de la Generación de Valor de la compañía y de la posible infravaloración de su precio de mercado. Utilizamos distintos modelos para estimar la infravaloración: múltiplos teóricos de Valor Empresa en función del RoCE de cada compañía, tasas internas de rentabilidad a cuatro años en función tanto del RoCE como del RoE, valor presente en base al descuento de los flujos de caja futuros y una estimación del múltiplo precio/valor contable. Si nos centramos en el último de ellos, **nuestra cartera cotiza a 1,6x veces el valor de sus fondos propios**. El múltiplo teórico estaría en torno a 2,9x veces, por lo que si nuestras estimaciones son correctas la cartera **está muy infravalorada**.

En cualquier caso, es fundamental comprender que nuestro estilo de gestión busca que sea **la Generación de Valor la principal fuente de potencial a medio plazo** y, por lo tanto, el principal margen de seguridad. **La infravaloración es un concepto que depende del mercado** y, como hemos visto estos años, puede acabar con tu paciencia antes de darte la razón. Una compañía que genere valor a tasas del +10% anual y esté cotizando a su precio razonable, debería experimentar un incremento equivalente en su cotización. En caso contrario, su precio estaría infravalorando su valor real. Si esa compañía mantiene su Generación de Valor durante 10 años y su cotización no sube, la infravaloración no será del 100%, será del 160% por el efecto del interés compuesto. En cambio, supongamos que compramos un barril de petróleo y lo guardamos en nuestra casa los próximos 10 años. El barril ni se va a reproducir ni va a generar valor alguno, por lo que la única fuente de retorno posible será que el precio de mercado haya subido al cabo de los 10 años. Este ejemplo es sencillo, pero nos parece muy ilustrativo para entender la razón por la que llamamos a **la Generación de Valor el nuevo paradigma del "value"**.

En definitiva, la suma de Generación de Valor e infravaloración nos lleva a estimar un **potencial superior al +25% equivalente anual para los próximos 4 años**. Es importante matizar que estamos actualmente inmersos dentro de un proceso de ralentización económica que, en función de su duración, afectará de forma positiva o negativa a nuestras estimaciones. Por ello, estas cifras se deben de interpretar con gran cautela y, de ninguna manera, suponen una garantía sobre la evolución futura del fondo. Dicho lo cual, sí que podemos concluir que la cartera ofrece una combinación muy interesante de potencial y seguridad a medio plazo.

Posicionamiento de la cartera

Nuestro método de inversión (Ver Anexo 1) tiene tres partes bien diferenciadas: la generación, el análisis y la gestión de las ideas. La mayor parte de nuestro tiempo lo dedicamos a las dos primeras, pero **en momentos como el actual la gestión es fundamental para adaptar la cartera a las nuevas tendencias estructurales.**

La reciente corrección nos ha permitido **mejorar considerablemente la solidez de la cartera.** Para ello, hemos incrementado tanto el porcentaje de **compañías con caja neta en cartera**, como con un accionista de referencia. Respecto a la caja, ya hemos comentado que la cartera tiene una posición media de caja neta positiva. Por el lado del accionariado, solamente tenemos una compañía que no está controlada por la familia fundadora o por un inversor financiero con vocación de largo plazo. Esa compañía realiza una labor crítica, pero de bajo coste para sus clientes, por lo que en un momento como el actual sus clientes difícilmente van a prescindir de sus servicios. En situaciones de incertidumbre como la actual, nuestra experiencia nos demuestra que las **compañías con “dueño”** son más proclives a tomar decisiones que incrementen su Generación de Valor a largo plazo.

Por el lado de los sectores, la tabla inferior muestra la **distribución de la cartera en función de la exposición de las compañías a las principales tendencias estructurales.**

DISTRIBUCIÓN TENDENCIAS	
	PESO
DESARROLLO Y URBANISMO	20,6%
DIGITALIZACIÓN	20,2%
INDUSTRIA 4.0	13,8%
LÍDERES GLOBALES DE NICHOS	13,2%
SALUD, BIENESTAR Y OCIO	7,4%
EXTERNALIZACIÓN	5,4%
ELECTRIFICACIÓN	2,4%
LIQUIDEZ	17,0%
TOTAL	100,0%

Fuente: elaboración propia

Por el lado de las ventas, los cambios más significativos son la reducción de exposición a la Electrificación y la venta de la posición en bancos en proceso de digitalización. La Electrificación sigue siendo una tendencia interesante a medio plazo, pero su desarrollo requiere de un importante apoyo económico por parte de los Gobiernos (subvenciones a vehículo eléctrico y energías alternativas), que a medio plazo van a tener otras prioridades en sus presupuestos. Por ejemplo, reactivar la creación de empleo y garantizar la producción local de bienes de primera necesidad. Respecto a los bancos, esta crisis aumenta el stock de deuda global, reduce nuevamente los tipos de interés y difiere en el tiempo el pago de dividendos.

En contraposición, hemos reforzado nuestra exposición a Digitalización, Desarrollo y Urbanismo y compañías con posiciones de liderazgo en mercados de nicho. **La Digitalización y la Industria 4.0** son las principales tendencias y, sin duda alguna, se van a acelerar en este ciclo económico. Era nuestra principal posición, pero hemos incrementado peso y vamos a seguir haciéndolo los próximos meses. **Desarrollo y Urbanismo** ha sido la tendencia a la que hemos destinado buena parte de los fondos liberados de Electrificación

y banca digital. Como hemos comentado anteriormente, es previsible que los Gobiernos anuncien ambiciosos planes de infraestructuras los próximos meses para reactivar la Economía. Hemos incrementado posiciones en compañías en cartera (construcción en Alemania principalmente) y hemos empezado a comprar alguna compañía de materiales de construcción con un balance fuerte y exposición a países sólidos (Europa del Norte principalmente). Finalmente, hemos aprovechado las caídas para incorporar varios **líderes globales de nicho** que, en nuestra opinión, han sufrido un castigo excesivo.

La tabla inferior incluye la tendencia principal y peso de las diez principales posiciones del fondo a cierre de trimestre.

TOP 10 EMPRESAS		
COMPAÑÍA	TENDENCIA	PESO
TINEXTA SPA	DIGITALIZACIÓN	5,85%
SOFTWARE AG	INDUSTRIA 4.0	4,99%
DERICHEBOURG	DESARROLLO Y URBANISMO	4,90%
GLOBAL DOMINION	DIGITALIZACIÓN	4,80%
L.D.C. SA	SALUD, BIENESTAR Y OCIO	4,65%
STRABAG SE-BR	DESARROLLO Y URBANISMO	4,51%
NEURONES	DIGITALIZACIÓN	4,27%
DEVOTEAM SA	DIGITALIZACIÓN	4,00%
COATS GROUP PLC	LÍDERES GLOBALES DE NICHOS	3,98%
ORIGIN ENTERPRISES PLC	SALUD, BIENESTAR Y OCIO	3,88%

Fuente: Elaboración propia

El fondo mantiene una elevada posición de liquidez que iremos invirtiendo en la medida que tengamos mayor visibilidad sobre el alcance real del deterioro económico, tanto en compañías ya en cartera, como en varias de nuestra lista de seguimiento.

Esperamos que esta primera carta le haya sido de utilidad para conocer mejor tanto nuestra forma de pensar como nuestro método de trabajo. En cartas sucesivas, seguiremos profundizando en nuestro método, así como nuestra visión sobre las tendencias y compañías en las que coinvertimos con usted. Nos enfrentamos a tiempos de incertidumbre y, en palabras de **Charlie T. Munger**: *“sólo aquellos que continúen aprendiendo, seguirán mejorando.”*

Gracias en nombre de todo el equipo de Value Strategy Fund por aportar a este proyecto el activo más importante, su confianza.

Atentamente,



Carlos Val-Carreres Rivera

Asesor del fondo Value Strategy Fund

ANEXO 1. MÉTODO DE INVERSIÓN

Nuestro método busca que la **principal fuente de rentabilidad** de cada compañía sea su **Generación de Valor** a lo largo del ciclo económico, y no las oscilaciones puntuales de sus precios de mercado (cotizaciones). Es decir, invertimos en compañías en las que su valor va a crecer a largo plazo gracias a su capacidad de generar riqueza (valor). El tiempo siempre está de tu lado al invertir en negocios con retornos suficientemente elevados como para incrementar su valor en el tiempo. La inversión en activos no productivos (materias primas, divisas, ...) sólo generará rentabilidad por incrementos del precio que un tercero esté dispuesto a pagar y, desgraciadamente, muchas veces nuestra paciencia se agotará antes. En definitiva, **la Generación de Valor es el mejor margen de seguridad a largo plazo.**

Para nosotros **las bolsas son el medio para invertir en negocios**, y no una simple inversión financiera. **Invertimos en Europa** porque nos ofrece **proximidad** a los equipos directivos de los negocios en los que invertimos, a la vez que nos permite invertir en compañías con una elevada **exposición al crecimiento global.**

De las más de 10.000 compañías cotizadas en Europa, invertimos en una **cartera diversificada en 25-35 empresas** con el objetivo de ser copropietarios de buenos negocios, bien gestionados, que obtienen retornos elevados sobre el capital empleado (RoCE) y que tienen la capacidad de seguir reinvertiendo capital sin diluir sus elevados retornos.

Dividimos el proceso de selección en tres etapas: Generación de ideas, Análisis de las ideas y Gestión de las ideas. En otras palabras, entendemos nuestro trabajo como **Generadores-Analistas-Gestores de ideas de inversión.**

La primera parte, la **Generación de ideas**, es la más importante para garantizar rentabilidades extraordinarias a largo plazo. De hecho, siempre hemos pensado que la pregunta más relevante a un gestor en un *due diligence* debería ser la procedencia de cada una de sus ideas en cartera. **Peter Lynch** decía que *“nuestros ojos, oídos y sentido común eran herramientas de análisis más poderosas que las recomendaciones de los bancos de inversión”*. De hecho, muchas de sus mejores ideas las descubría en el supermercado o hablando con familiares y amigos.

Nuestro método tiene dos líneas de trabajo muy definidas para generar ideas. Por un lado, intentamos identificar compañías que vayan a tener una elevada capacidad de reinvertir independientemente de la evolución del ciclo económico de corto plazo. Para ello, intentamos identificar las **tendencias estructurales** más relevantes en cada momento. A modo de ejemplo, la digitalización es la tendencia más relevante actualmente. Igualmente identificamos tendencias que estructuralmente van a ir a peor y, difícilmente, tendremos compañías con negocios expuestos a ellas. El motivo principal es que nos resulta muy complicado valorar correctamente un negocio que cada vez va a peor.

La otra forma de generar ideas en realidad parte de la segunda etapa de nuestro método, el Análisis de las ideas. De forma resumida, hemos desarrollado un sistema propio para el análisis individual de cada compañía en base a factores cuantitativos y cualitativos con el que obtenemos su potencial y nivel de riesgo. Es decir, si sabemos lo que queremos sólo tenemos que desarrollar los **filtros de búsqueda** para encontrarlo. En definitiva, nunca analizamos o estudiamos un sector, país o índice bursátil de forma general. Estamos enfocados en buscar aquello que nos gusta.

La segunda parte, **el Análisis de las ideas**, es la más sencilla, ya que tenemos un proceso de análisis estandarizado para todas las compañías. De forma resumida, tenemos dos niveles

de análisis. Una primera fase en la que, de todas las ideas generadas, filtramos aquellas potencialmente invertibles para obtener nuestro “universo de seguimiento”. Una segunda en la que realizamos un **análisis exhaustivo tanto del negocio como del equipo directivo** de las empresas seleccionadas. El objetivo es determinar el potencial (entendido como retorno esperado a 4 años) y el nivel de “riesgo intrínseco” (que no volatilidad de su precio de mercado) de cada compañía, ya que son los dos inputs más relevantes para la fase final del método.

La variable fundamental de nuestro estilo de inversión en valor es **la Generación de Valor**. Básicamente, se trata de estimar el incremento del valor en libros ajustado por acción de cada compañía más su rentabilidad por dividendo. **Warren E. Buffett** inicia cada año su carta anual a los accionistas mostrando la Generación de Valor de la acción de **Berkshire Hathaway** frente a la del índice estadounidense S&P 500.

De forma resumida, si una compañía tiene un valor en libros de 100 euros y su beneficio neto es de 20 euros, su retorno sobre fondos propios (RoE) es del 20%. Tanto el uso de ese retorno como su valoración son determinantes en su Generación de Valor final. Por un lado, si la compañía mantiene el 100% del beneficio para su reinversión en el negocio, su valor en libros subirá un 20% y su Generación de Valor anual para el accionista será también del 20%. Sin embargo, si la compañía distribuye en dividendos la totalidad del beneficio, la valoración afectará considerablemente a la Generación de Valor. Por ejemplo, si la compañía cotiza a 2x veces su valor en libros su capitalización bursátil será de 200 euros, siendo su rentabilidad por dividendo del 10% (20 euros entre 200 euros). Al distribuir la totalidad del beneficio, su valor en libros no tendrá ningún incremento y no podrá reinvertir en el negocio. En definitiva, su Generación de Valor se verá reducida a la mitad (10%) y el crecimiento del negocio se verá debilitado a futuro por falta de inversión. Este sencillo ejemplo nos permite concluir que un **RoE alto, una valoración razonable y una elevada reinversión del beneficio neto son las variables clave para obtener una elevada Generación de Valor**.

La última fase del proceso, **la Gestión de las ideas**, es vital para que **el método siempre esté por encima de las ideas individuales**. El objetivo es buscar un equilibrio entre **liquidez y diversificación**, así como **minimizar los errores**. Asumir que te vas a equivocar de forma recurrente es una de las ideas más importantes antes de invertir a largo plazo. De hecho, no debería invertir quien tenga miedo a equivocarse. La experiencia nos ha demostrado que el **análisis de nuestros propios errores** es una de las mejores fuentes de aprendizaje.

En esta fase, **tener convicción en las ideas** es fundamental, ya que sólo siendo paciente a largo plazo se pueden obtener retornos extraordinarios. **Peter Lynch** lo resumía de la siguiente forma: *“sólo necesitas unas pocas compañías buenas a lo largo de tu vida. Realmente, ¿cuántas empresas necesitas que multipliquen por diez su valor para generar retornos extraordinarios? No muchas...”*. Nuestra convicción parte del principio fundamental de que **el valor no es un concepto estático**, se genera en el tiempo y **cuando los retornos son elevados se disfruta del maravilloso efecto del interés compuesto**. En otras palabras, es prácticamente imposible encontrar una compañía que hoy esté un 1.000% infravalorada.

Finalmente, nuestro **sistema de gestión es dinámico**, ya que tanto el potencial como el riesgo varían en el tiempo. Cuando la cotización sube se reduce el potencial, y cuando nuestras expectativas no se cumplen sube el riesgo. Ser flexible es necesario para adaptar la cartera a nuevas tendencias o eventos extraordinarios. La pandemia originada por el coronavirus es un buen ejemplo.