

**INVERSIÓN**

**INTELIGENTE**

**EN TIEMPOS DE**

**Muestra**

**COVID-19**

**MOI  
GLOBAL**

en Español



## ENTREVISTA CON DANIEL TELLO

*Fundador & CIO de Azagala Capital (España)*

**MOI Global en Español:** *¿Qué oportunidades de inversión estás viendo en estos momentos?*

**Daniel Tello:** El mes de marzo se ha caracterizado porque durante días han caído todos los tipos de activos y la mayoría de sectores, en algunos casos por tener deuda, en otros casos por verse afectados directa o indirectamente o bien por una situación de pánico puntual provocado por ventas masivas buscando liquidez.

Ha sido un periodo muy fructífero ya que hemos podido incorporar al fondo varias empresas de calidad a precios muy atractivos.

Cuando todo cae y con esa violencia, es muy fructífero disponer de liquidez en abundancia, que es algo que

hemos cuidado como un tesoro desde que constituimos el fondo en julio de 2019.

**MOI:** *¿Alguna compañía en tu cartera que está siendo afectada?*

**Tello: Amadeus IT Group [BME: AMS]** es una compañía que no necesita presentación y es obvio que sufrirá en 2020 y 2021 los efectos del COVID-19; y por eso su caída ha sido de más del 40%.

Al igual que es bastante probable que una vez que se haya recuperado la normalidad, Amadeus volverá a generar más de US\$1.100 millones anuales lo que nos dará una rentabilidad anual sostenible más que aceptable.

Es un retorno suficiente para la empresa líder del sector, que además cuenta con un balance muy

“Ha sido un periodo muy fructífero.”

fuerte y unos márgenes más que suficientes, lo que nos hacen ser muy optimistas sobre la evolución de su cotización a futuro.

Recientemente emitió un convertible que nos pareció muy interesante, ya que no hay muchos casos en los que te paguen el 1.5% anual por comprar una opción que muy posiblemente entre en dinero a vencimiento. Es evidente que te da un retorno menor que la renta variable; pero para perfiles más conservadores puede ser también una gran opción de inversión.

**MOI:** *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en tu cartera?*

**Tello: Westaim Corp [CVE: WED]** es un holding canadiense que tiene dentro una compañía de seguros, que no se ve afectada por la crisis del COVID-19; y una gestora de fondos de crédito que se va a ver beneficiada por los incrementos en los spreads de crédito, ya que como ellos se autodenominan: son un proveedor de iliquidez en un nicho de mercado no atendido por otras gestoras de crédito como Apollo Global Management, Oaktree Capital Management, entre otras. Ya que estas son muy grandes para ejecutar *deals* pequeños y ellos si son capaces de generar una ventaja por su pequeño tamaño.

Es el ejemplo perfecto de empresa que gana dinero, lo reinvierte para crecer y que incorporamos al fondo no por lo que es, sino por lo que puede llegar a ser en los próximos años.

Todo el holding cotiza con un descuento sobre NAV del 50%.

**MOI:** *Para terminar, compártenos un comentario libre.*

**Tello:** Me gustaría aprovechar la oportunidad que me brinda MOI Global para desear a todos los inversores que permanezcan a salvo y que cuiden de sus familias y seres queridos, ya que eso es lo importante. Y si lo importante está a salvo, nada está en peligro.

Nada de lo que pase en el mercado debe alterar nuestro estado de ánimo, ni nuestro rumbo; y aprovechar algunas de las mejores oportunidades que se presentan en momentos de máxima incertidumbre es lo que marca la diferencia y lo podremos comprobar en un futuro muy cercano, cuando todo esto pase y pasará.

“Si lo importante está a salvo, nada está en peligro.”



## ENTREVISTA CON SANTIAGO CANO

*Asesor de Iberian Value F.I. (España)*

**MOI Global en Español:** *¿Qué oportunidades de inversión están viendo en estos momentos?*

**Santiago Cano:** En los periodos de gran incertidumbre como el actual, en el que hemos asistido a la caída bursátil más rápida de la historia, con una caída indiscriminada de precios y contracción de múltiplos, en muchos casos, más allá de lo razonable, se crea el entorno idóneo para realizar grandes inversiones con un horizonte de largo plazo.

Es en este momento cuando más abundan las oportunidades de inversión y a precios más atractivos, pero también hay que ser conscientes que es cuando surgen nuevos tipos de trampas de valor, ya que, con este tipo de shocks imprevistos, algunos nego-

cios no volverán nunca a funcionar como lo habían hecho previamente, y, por lo tanto, el potencial de recuperación de su negocio operativo es una incógnita hasta que no avance su materialización. Por ello, observamos gran cantidad de oportunidades. Posiblemente, el mejor momento en la última década. Pero también debemos ser muy prudentes a la hora de valorar los negocios más castigados por la crisis actual, y demandar un mayor margen de seguridad para afrontar dicha inversión con mayores garantías.

**MOI:** *¿Alguna compañía en tu cartera que está siendo afectada?*

**Cano:** **Técnicas Reunidas [BME: TRE]**, una de las ingenierías más reputadas a nivel mundial en el

“Debemos ser muy prudentes a la hora de valorar los negocios más castigados por la crisis actual.”

sector de petróleo y gas; muy afectada por el drástico descenso del precio del crudo. Su cotización ha caído un 40% desde el brote de la pandemia y un 75% desde máximos. Consideramos que el fuerte descenso del precio del crudo es algo coyuntural, debido al fuerte descenso de la demanda del crudo, entre otros motivos; y se recuperará gradualmente conforme se normalice la actividad, aunque es muy probable que tardemos años en alcanzar niveles de demanda previos, ya que algunas industrias muy intensivas en consumo de crudo se han visto especialmente afectadas.

La empresa capitaliza apenas €470 millones tras descontar su caja neta (sin anticipos de clientes), frente a una generación de caja histórica de unos €100 millones, lo que implica una rentabilidad operativa del 23%. Incluso suponiendo que su actividad sólo se recupere a niveles un 30% inferiores, supondría una rentabilidad operativa del 15%, en un negocio de elevada calidad, con un ROCE histórico depurado de anticipos del 60%, y con una cartera que asegura más de 2.5 años de actividad a niveles actuales.

**MOI:** *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en tu cartera?*

**Cano:** **Elecnor [BME:ENO]** opera

en múltiples sectores, agrupando sus negocios del siguiente modo:

- **Celeo Concesiones (51%).** Opera líneas de transmisión eléctrica en Brasil y Chile.
- **Enerfin (100%).** Opera parques eólicos en España, Brasil y Canadá.
- **Infraestructuras (100%).** Servicios de mantenimiento multidisciplinar y ejecución de proyectos.

Penalizada por su poca liquidez, ha recuperado gran parte de la caída desde el inicio de la pandemia. Capitaliza €700 millones tras caer un 35% en dos años, mientras sus resultados han seguido creciendo. Por este importe, adquirimos el 51% en Celeo Concesiones, valorada en €560 millones en una reciente operación; entonces, por apenas €140 millones obtendríamos el atractivo negocio de infraestructuras, donde es líder nacional, con un EBIT recurrente de €90 millones, con caja neta positiva y ROCE histórico superior al 26%; y un negocio eólico con 750 MW operativos y 300 MW en construcción, valorado en unos €600 millones. Su negocio eólico y de líneas de transmisión, que suponen más del 60% de nuestra valoración, no han visto alterada su actividad.

Y gran parte de Infraestructuras, 40% restante, no ha sufrido en exceso, al prestar servicios a actividades esenciales, como el mantenimiento de redes eléctricas y de telecomunicaciones. Por lo tanto, el impacto de la pandemia sobre su actividad, ha sido moderado y consideramos transitorio.



## ENTREVISTA CON MIGUEL DE JUAN FERNÁNDEZ

*Asesor de Argos Arca Global A (España)*

**MOI Global en Español:** *¿Qué oportunidades de inversión estás viendo en estos momentos?*

**Miguel de Juan Fernández:** Con un mercado de fuertes subidas y bajadas, pero básicamente en tendencia bajista, las oportunidades son, casi, demasiadas. Tenemos que hacer un esfuerzo a la hora de seleccionar dónde queremos invertir el dinero de los argonautas. En este periodo hemos optado, sin prisa, pero sin pausa, por incrementar posiciones en algunas empresas que ya estaban en cartera y por incorporar algunas nuevas, primando la calidad más que sólo el margen de seguridad. En esta situación, las compañías excelentes saldrán adelante; las mediocres quizás

puedan ofrecer rentabilidad tras una situación de liquidación, pues ahora es más importante sobrevivir. De ese modo, y como nuevas empresas, hemos incorporado **Korn Ferry [KFY]**, **LVMH [EPA: MC]** y **JOST Werke [ETR: JST]**.

**MOI:** *¿Alguna compañía en tu cartera que está siendo castigada?*

**de Juan Fernández:** Como ejemplo de un sector que se ve castigado por esta situación a la que se suma la que ya venía arrastrando podría comentar **Renault [EPA:RNO]**. Como sabíamos, el sector automóvil se estaba viendo afectado por un proceso de ajuste y reestructuración tremendo, la combinación de esta situación junto con el parón económico derivado de la llegada del COVID-19 ha for-

“ La recuperación económica no la veo en forma de V. ”

zados aún más la situación, deprimiendo todo el sector aún más. Evidentemente son compañías que, históricamente, siempre han tenido un alto porcentaje de costes fijos —ahora son más evidentes— y dado que no hay compradores, las cotizaciones han recortado a niveles realmente ridículos. Es difícil pensar que el futuro pueda deparar la quiebra y desaparición de los grandes fabricantes y pienso que, antes de ello, dado el interés político que existe en mantenerlas vivas puedan recibir ayudas suficientes para seguir vivas y, en este sentido, los precios de Renault, muy por debajo de su valor teórico en libros (incluso por debajo del valor en libros si a este le hacemos un ajuste del 80%) pienso que son una oportunidad para incrementar una posición que ya teníamos.

Dicho esto, en esta situación las cosas pueden cambiar de un día para otro y el gestor se puede ver forzado a cambiar su estrategia respecto a una u otra compañía si las circunstancias cambian.

**MOI:** *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en su cartera?*

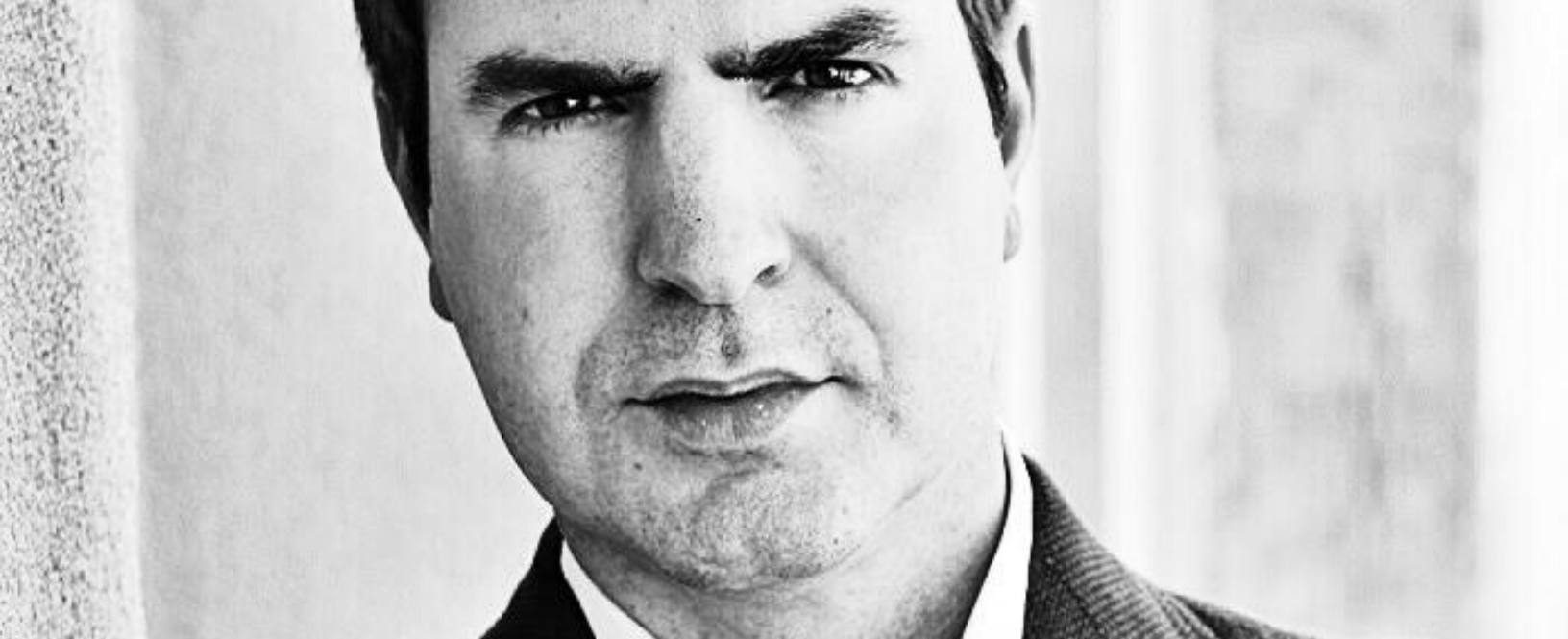
**de Juan Fernández:** Es cierto que hay sectores o empresas que se ven menos afectadas —pensemos en el propio sector de alimentación o farmacéutico— pero dudo que haya

sectores que no se vean afectados por esta situación. Una familia no puede comer más de lo que suele hacer. Quizás están adelantando compras ahora por si acaso posteriormente hay desabastecimiento, pero cuando todo vuelva a la normalidad ese consumo extra servirá de colchón; lo mismo con los medicamentos o cualquier otro bien o servicio. Quizás se podría pensar que haya sectores como los relacionados con el mundo digital que parezca que el efecto es positivo (en número de datos evidentemente); pero incluso estas compañías dependen, para monetizar sus servicios, de que haya empresas que quieran anunciarse en sus plataformas. Pueden ser las menos afectadas porque sus costes fijos son menores que una empresa del mundo físico, pero el desplome de sus anunciantes también les afectará.

**MOI:** *Para finalizar, compártenos un comentario libre.*

**de Juan Fernández:** Estamos en una situación de parón económico, pero hay una serie de gastos que llegan sin tregua cada día; no pueden ser parados o pospuestos. Hay que tener ingresos para poder comprar comida. Esto tendrá un coste enorme en todas las economías mientras los gobiernos no sean capaces de articular una

forma viable de entregar dinero directamente a las familias para que, al menos esos gastos, puedan afrontarlos y con ello, salir vivos mientras dure el parón. En este sentido, la decisión del presidente Trump o la propuesta de VOX en España las considero adecuadas. Es difícil recuperar la forma física tras un parón por lesión, incluso cuando los atletas pueden entrenarse en casa lo hacen al ralentí. En la economía pasará igual: la recuperación económica no la veo en forma de V (quizás eso pudiera darse en las bolsas... a saber), sino que pienso que volver a correr al mismo ritmo va a llevar más tiempo del que los políticos nos intentan convencer.



## ENTREVISTA CON QUIM ABRIL

*Fundador y Gestor en Global Quality Edge Fund (España)*

**MOI Global en Español:** *¿Qué oportunidades de inversión estás viendo en estos momentos?*

**Quim Abril:** Durante las recientes caídas hemos incrementado nuestro porcentaje de empresas de gran capitalización bursátil, consecuencia de que estas empresas en general únicamente ofrecen un margen de seguridad suficiente en una recesión. Algunos ejemplos serían: **Amazon [AMZN]**, **Microsoft [MSFT]**, **Visa [V]**, **SAP SE [SAP]**, **LVMH [EPA: MC]** y **Stryker [SYK]**. Todas ellas son empresas con fuertes ventajas competitivas, que esperamos se mantengan durante los próximos 5 ó 10 años. También hemos incorporado algunas *Micro Caps*, como **Paysign [PAYS]**, **Altigen communications [OTCMKTS:**

**ATGN]** y **Water Intelligence [LON: WATR]**.

**MOI:** *¿Alguna compañía en tu cartera que está siendo castigada?*

**Abril:** La única empresa en cartera que se ha visto penalizada fuertemente por el COVID-19 es **Armanino Foods [OTCMKTS: AMNF]**. Se trata de la principal marca en la producción y comercialización de salsas de pesto frescas y congeladas en Estados Unidos y Canadá. La oportunidad para AMNF es grande y creciente, gracias al crecimiento de los alimentos premium en Estados Unidos y también en todo el mundo. Durante el primer trimestre y sobre todo en el segundo, AMNF presentará una gran caída en ventas consecuencia

“La oportunidad para AMNF es grande y creciente.”

de que aproximadamente un 50% de su canal de venta es restaurantes. En la medida en que los restaurantes en EE.UU. empiecen a abrir, AMNF recuperará la facturación pendiente.

**MOI:** *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en tu cartera?*

**Abril:** Más del 85% de la cartera de acciones, son empresas que no se ven afectadas por la pandemia, consecuencia de: 1) Alto porcentaje de ingresos recurrentes; 2) no invertimos en negocios cíclicos; y 3) fuerte sesgo al sector tecnología, consumo estable y sector salud.

**MOI:** *Para terminar, compártenos un comentario libre.*

**Abril:** Únicamente quiero recordar que la propuesta de valor de Global Quality Edge Fund es invertir en lo mejor de dos mundos, empresas de gran capitalización bursátil conocidas por todos y el otro extremo, empresas de muy pequeña capitalización bursátil totalmente desconocidas y con baja cobertura de analistas. Las empresas grandes se incluyen en el fondo cuando presentan algún problema temporal que no invalida su ventaja competitiva de largo plazo y las pequeñas empresas simplemente porque están baratas al ser

desconocidas por la comunidad inversora.

“Las empresas grandes se incluyen en el fondo cuando presentan algún problema temporal.”



## ENTREVISTA CON ALEJANDRO GARZA SALAZAR

*CIO & Gestor en AZTLAN Equity Management (EE.UU.)*

**MOI Global en Español:** *¿Qué oportunidades de inversión están viendo en estos momentos?*

**Alejandro Garza Salazar:**

Efectivamente tenemos varias inversiones interesantes que mencionar. Vemos una divergencia entre la vieja economía y la nueva economía desplegándose en los mercados, un entorno muy favorable para estrategias de *stock picking*. Vemos oportunidades en empresas líderes en innovación tecnológica, servicios médicos y del cuidado de la salud utilizando tecnologías en la nube. Algunos ejemplos son **Compugroup Medical [ETR: COP]** en Alemania y **M3 [TYO: 2413]** en Japón. En nuestro caso gestionamos un par de fondos listados en México y hemos listado en el Sistema Inter-

nacional de cotizaciones (SIC) estos nombres de modo que nuestros inversores locales puedan tomar ventaja de estas oportunidades.

**MOI:** *¿Alguna compañía en su cartera que está siendo castigada?*

**Garza Salazar:** Una empresa que sufrió fuertemente la bajada de marzo derivada del COVID-19 es la cervecera danesa y de bebidas **Royal Unibrew [CPH: RBREW]**. Nos queda claro que siendo el canal *on-trade* muy importante en participación de ventas, el cierre derivado de la cuarentena tendrá un impacto negativo en resultados por lo menos un par de trimestres. Sin embargo, nuestro análisis de sensibilidad indica que en estado estable un gran volumen *on-trade* se debe pasar a *off-trade* o

“ Vemos oportunidades en empresas líderes en innovación tecnológica.”

consumo en casa derivado de los patrones normales de consumo del mercado. Adicionalmente la empresa genera un flujo de caja libre impresionante. ¡Es una gran oportunidad de compra!

**MOI:** *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en su cartera?*

**Garza Salazar:** Sería difícil encontrar empresas que no se vean afectadas por la pandemia; creemos en la dicotomía que genera esta situación: empresas muy positivamente afectadas y empresas muy negativamente afectadas. Hay otra empresa que estamos por listar en México y en la que tenemos posición en las cuentas offshore y es la canadiense **Real Matters [TSE: REAL]**, esta es una empresa de desarrollo de software de servicios inmobiliarios en los procesos de cierre de hipotecas y titulación, un gran beneficiario de la bajada de tipos. Quizás un *play* un poco más distante del ojo del huracán de la pandemia, pero de forma indirecta beneficiaria de los estímulos monetarios adicionales, producto del coronavirus.

**MOI:** *Para terminar, compártenos un comentario libre.*

**Garza Salazar:** En general reiteramos nuestra visión que la

situación actual sólo acelera el proceso de separación en el desempeño y valorización de empresas de avanzada (o nueva economía) vs. empresas del pasado (vieja economía).

La caída del petróleo es un ejemplo claro, no vemos que sea transitorio ni cíclico, si no secular. En cuanto a valorización de mercado en general, si bien el P/E del S&P está de nuevo cerca de una desviación estándar por arriba del promedio histórico de largo plazo (caro en términos absolutos), vemos que el entorno de bajos tipos puede seguir sosteniendo esos mismos niveles. Por ejemplo, si convertimos el P/E a un *yield* de utilidades y lo comparamos con el *yield* del bono 10 años americano vemos un spread interesante que aún favorece a la renta variable (barato en términos relativos) sobre renta fija.

“Sería difícil encontrar empresas que no se vean afectadas por la pandemia.”



## ENTREVISTA CON CARLOS SANTISO POMBO

*Fund Manager en Icaria Capital (España)*

**MOI Global en Español:** *¿Qué oportunidades de inversión están viendo en estos momentos?*

**Carlos Santiso Pombo:** Hemos tomado posiciones en los momentos de más estrés (mediados de marzo) en compañías con exposición al sector turismo. Huimos de las empresas con una mayor ciclicidad y un balance más vulnerable por lo difícil de la coyuntura actual.

Varios ejemplos que hemos publicado en nuestra web son **Amadeus IT Group [BME: AMS]**, **Aena SME [BME: AENA]** y **Jungfraubahn Holding [SWX: JFN]**. Compañías que han sido muy castigadas, pero tienen una posición muy fuerte en el mercado que operan, con activos únicos (caso Jungfraubahn) o posición de

monopolio.

Tenemos claro que son compañías que pueden sufrir en el corto y medio plazo; en el largo plazo nuestra confianza es plena en ellas.

**MOI:** *¿Alguna compañía en la cartera que está siendo castigada?*

**Santiso Pombo:** Tenemos posición en **AerCap [AER]** y en **Compass Group [LON: CPG]**. Ambas han sufrido las consecuencias del COVID-19. El impacto sobre el negocio de AerCap ha sido sustancialmente mayor. La empresa es líder en el sector que opera (leasing aéreo) siendo una de las compañías en este segmento con una posición más sólida de balance. Es evidente que el panorama a corto y medio plazo no es positivo para la compañía, aunque creemos

“*Mantenemos nuestra visión de apostar por compañías con un modelo de negocio o activos “únicos”.*”

que está preparada para sobrevivir a un entorno tan complicado como el actual. En situaciones menos adversas —11-S y crisis financieras— las tasas de ocupación y la evolución de la compañía han sido impecables. Pensamos que la gerencia por trayectoria está cualificada para sobrevivir a este entorno y decidimos promediar en los mínimos de marzo. Esta es la ventaja de invertir en compañías líderes, que incluso en los momentos más adversos es significativamente más sencillo promediar tu posición.

**MOI:** *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en la cartera?*

**Santiso Pombo:** Tenemos exposición vía opciones a varias compañías que se han visto menos afectadas por este entorno. Ejemplos de esto son:

- **Vitec Software [STO: VIT-B]:** Compañía centrada en el segmento de VMS cuyas ventas son 80% recurrentes por lo que tiene una alta resistencias a periodos de crisis. El software que vende Vitec es crítico para los clientes y sin embargo el coste económico es mínimo, por lo que, en caso de reducir costes, el software sería de los últimos elementos en

prescindir;

- **Facebook [FB]:** La rebaja de consumo discrecional evidentemente impacta sobre los ingresos por publicidad de la empresa. El tema aquí es que la publicidad de Facebook es de las más efectivas por su precisa segmentación del *target*.
- **Amazon [AMZN]:** Su caso es claro. Es una de las compañías más resistentes a este entorno. Un negocio con una posición única en muchos segmentos diferentes.
- **Microsoft [MSFT]:** Varios de los segmentos en los que opera la compañía sí que tienen cierta ciclicidad por lo que este entorno no les favorece del todo. A nivel agregado Microsoft ha mostrado una resistencia elevada a un entorno tan complicado como el actual. La parte más cíclica de MSFT sería la ligada a las licencias (se venderán menos ordenadores). La parte de *gaming* también es cíclica, pero en este entorno se resentirá menos.

**MOI:** *Para finalizar, compártenos un comentario libre.*

**Santiso Pombo:** Pensamos que hay que ser cautos con la situación actual. La economía nunca ha vivido una situación similar y las consecuencias de tener a medio planeta en cuarentena aún están por comprobarse. Vemos muy complicado hacer previsiones a futuro de cómo podría afectar realmente esto. Mantenemos nuestra visión de apostar por compañías con un modelo de negocio o activos “únicos” lo cual desde nuestro punto de vista es la mejor defensa para cualquier tipo de evento económico.

*Recurso imprescindible para invertir bien.*

**JOSÉ ANTONIO LARRAZ**  
Socio Fundador  
EQUAM Capital

*No hay mejor publicación para descubrir nuevas ideas, aprender sobre otros inversores y conocer a más personas de la industria. Si quieres mejorar como inversor ¡suscríbete inmediatamente!*

**FRANCISCO OLIVERA**  
Presidente  
Arevilo Capital Management

*Una fuente de recursos imprescindible para cualquier inversor en valor. Proporciona contenidos de calidad y facilita el intercambio de ideas.*

**LUIS GARCÍA ÁLVAREZ**  
Gestor de Carteras  
Behavioral Fund de MAPFRE AM

*Una herramienta de gran valor para todos lo que compartimos esta filosofía de inversión.*

**LUIS MORGADO**  
Socio & CEO  
CIMA Capital

*MOI GLOBAL es una excelente comunidad y fuente de ideas de inversión.*

**FRANCISCO LÓPEZ POSADAS**  
Fundador & CIO  
LIFT Investment Advisors

*MOI GLOBAL es una plataforma invaluable que atrae talento global que nos permite visualizar oportunidades de inversión más allá de nuestras propias fronteras.*

**ARTURO LEAL MAGAÑA**  
Analista de Renta Variable  
St. James Investment Company

*MOI GLOBAL me ofrece un foro en donde puedo expresar mis ideas de inversión con gente preparada y con vasta experiencia. Con el espíritu que las ideas compiten y no las personas, he recibido feedback valiosa sobre mis tesis de inversión y mejorado mi propio proceso de inversión. Aprender de los errores de otros y sus perspectivas sobre puntos micro de una tesis me ha ayudado a ser un mejor inversor. Debido a que la inversión es un constante aprendizaje, uno de las mejores cosas que uno puede ser es asociarse con gente mas inteligente que uno para mejorar como inversor y como persona.*

**RODRIGO LÓPEZ BUENROSTRO**  
Investment Principal  
KuE Capital

*En el mundo de la inversión el proceso de inversión y análisis es lo más importante. MOI GLOBAL no es sólo un lugar donde encontrar grandes ideas, es sobre todo un lugar donde aprender de los mejores y así mejorar continuamente nuestro proceso de inversión.*

**ALFREDO ALVAREZ-PICKMAN**  
Fund manager & Chief Economist  
Key Capital Partners