

La filosofía de inversión contrarian de uno de los inversores value más respetados de España

En esta entrevista de 2016, Iván Martín, CEO de Magallanes Value Investors, nos habló sobre su filosofía de inversión. Iván comparte su conocimiento en la inversión *contrarian*, qué es lo que busca en los CEO's, cómo las compañías españolas no se sostienen en términos de competitividad a escala mundial, entre otras cosas. Iván nombra uno de los CEO's que más admira, comparte un estudio de un caso de inversión, y recomienda dos libros para afinar el enfoque de inversión *contrarian* de uno mismo.

MOI Global: *Cuéntenos el origen de Magallanes y cuáles son los principios que le han guiado desde entonces.*

Iván Martín: Siempre había soñado con tener mi propia gestora, lo que me permitiría alcanzar dos objetivos muy importantes para mí: ser emprendedor e implementar mi filosofía de inversión con total libertad. El Sr. García Paramés nos presentó a Blanca Hernández y a mí hace algunos años, y nos animó a lanzar una empresa de inversiones *value* independiente. Blanca, Mónica y yo iniciamos Magallanes con €30 millones en diciembre de 2014. Nuestro mandato ha sido siempre preservar y hacer crecer el capital de nuestros clientes, tratando de generar rendimientos por encima de los del mercado en el largo plazo.

Nuestros inversores son nuestra prioridad. Representan nuestro activo más valioso. Aspiramos a ser una referencia en el *value investing*. Entendemos el *value investing* como una filosofía de vida aplicada a las inversiones. Alineación de intereses visión de largo plazo, integridad y pensamiento independiente son los aspectos más relevantes de nuestra filosofía.

MOI: *¿Cómo define su universo de inversión y cómo es la generación de ideas?*

Martín: Nos definimos como inversores en valor de largo plazo. Buscamos compañías cotizadas en todo el mundo con especial atención en Europa.

Generamos ideas de diversas maneras. Aproximadamente una de cada tres surge de la lectura y análisis, y pasamos la mayor parte de nuestro tiempo leyendo y analizando.

También descubrimos grandes ideas mediante la observación, como solía hacer Peter Lynch. Observamos con atención lo que nos rodea. Observamos qué productos y servicios funcionan y satisfacen las expectativas de los clientes. A lo largo del tiempo este método de generación de ideas ha resultado divertido y además barato. Resulta divertido porque uno mismo, como consumidor, es el que experimenta los productos y servicios. Es barato porque no hay que pagar a nadie para que te presente la idea.

Algunas de nuestras mejores inversiones han sido resultado de ser contrarios al pensamiento general. Pensar diferente e ir en contra del rebaño ha sido fuente de ideas importantes. En este sentido siempre estamos buscando acciones severamente penalizadas.

Aunque representa una parte residual en nuestro proceso, también consideramos empresas que están pasando por situaciones difíciles. Reestructuraciones y situaciones especiales, como ampliaciones de capital dilutivas para resolver problemas de financiación, están en nuestro punto de mira en este sentido.

MOI: *Usted ha manifestado que «no compramos expectativas, compramos realidades que cotizan por debajo de su valor fundamental». Desarrolle esta idea en el contexto de sus criterios de selección de valores y los tipos de negocio en los que ha invertido históricamente.*

Martín: «No compramos expectativas» significa que no ponemos demasiado énfasis en el futuro cuando valoramos el negocio de una compañía. El margen de error cuando trabajas con expectativas es enorme, por lo que intentamos minimizar el riesgo analizando la compañía por lo que es hoy y por lo que ha sido durante años. Esto tiene que ver con identificar ideas que, por algún motivo, están cotizando temporalmente por debajo de su valor intrínseco.

Por otro lado, evitamos los llamados «eventos-dependientes-de-eventos-futuros», el tipo de acciones en que la mayor parte del valor proviene de expectativas futuras y donde es necesario que muchos factores jueguen en tu favor para ganar dinero.

Buscamos activamente compañías que cotizan por debajo de su valor fundamental basado en sus estados financieros pasados, en otras palabras, aquellas compañías que cotizan con descuento. Para nosotros comprar barato es la forma más segura de invertir. Sólo necesitas ser paciente y adoptar un enfoque contrario.

Nuestra cartera se compone de una amplia variedad de inversiones, desde empresas del sector de alimentación a telecomunicaciones. El ejemplo típico es una empresa industrial de mediana capitalización, normalmente familiar, poco endeudada y líder en el nicho de mercado en que opera.

MOI: *¿Cuáles cree que son las ventajas competitivas más duraderas?*

Martín: Como dice en su pregunta, lo más importante es lo duradera que sea una ventaja competitiva, no la ventaja competitiva en sí misma. Creemos que es peligroso invertir en empresas con sólidas ventajas competitivas que están reconocidas por el mercado, porque generalmente están reflejadas en un elevado precio de la acción.

Significa que estás pagando caro por el reconocimiento de esas cualidades de la compañía. Cuando pagas un precio excesivo por una acción corres el riesgo de perder dinero.

Por nuestra experiencia, el momento adecuado para invertir en una empresa con una sólida ventaja competitiva es cuando nadie piensa que la tiene. Lo que suele suceder con compañías pequeñas, poco seguidas, fuera del radar.

Dicho lo cual encontramos que el “coste de cambio” (*switching cost*) es la ventaja competitiva más duradera y resiliente en una empresa. Resulta doloroso y costoso para un cliente prescindir de un producto o servicio cuando se ha acostumbrado a utilizarlo.

MOI: *En su análisis, ¿cómo valora la calidad e incentivos del equipo gestor? ¿Qué CEO admira?*

Martín: Al igual que en la gestión de carteras, la trayectoria pasada es un buen indicador para medir la capacidad de un CEO. Nos gustan los ejecutivos que tienen una excelente trayectoria en su campo. Nos encanta encontrar profesionales capaces de darle la vuelta a un negocio o que hacen que una empresa sea más rentable. Por otro lado, una mala trayectoria profesional de un CEO es una clara señal de alarma.

El CEO perfecto piensa y actúa como el propietario del negocio. Los factores que más nos gusta ver al evaluar la calidad e incentivos al equipo gestor son que crea en el proyecto y que se le remunere generosamente de acuerdo con el éxito de la compañía.

Desde un punto de vista cuantitativo esto se traduce en un esquema de remuneración que tiene en cuenta la rentabilidad de la empresa en relación al capital empleado. Las cifras calculadas en términos basados en acciones (por ejemplo, beneficio por acción) ayudan a seguir la evolución de un CEO.

Admiro sobre todo a los CEO de nuestras compañías familiares. Por ejemplo, al Sr. Antonio Amorim de la portuguesa **Corticeira Amorim [COR]**, el mayor productor de corcho del mundo. Es el ejemplo perfecto de lo que los atributos adecuados de un gran ejecutivo pueden hacer en un negocio aparentemente pasado de moda como es el del corcho.

En sus diez años de mandato, el Sr. Amorim ha cuadruplicado el beneficio por acción y ha generado además extraordinarios retornos sobre el capital invertido, superiores al 20%, sin apenas deuda en su balance. Este es el tipo de CEO que nos gusta tener como socio.

MOI: *¿Suele hablar con los equipos gestores de las compañías en las que invierte?*

Martín: Es parte de nuestro proceso de inversión, aunque preferimos hablar con mandos intermedios y responsables de la relación con inversores. No preguntes nunca a un CEO cómo lo está haciendo su empresa. Siempre tendrá una respuesta positiva. Por nuestra experiencia, es mejor y más útil plantear cuestiones directas sobre procesos y estados financieros a aquéllos que no sienten tanta pasión por el negocio, pero que están cerca del día a día. Esto te protege además del efecto halo generado por un CEO y te permite discernir entre realidad y ficción.

MOI: *¿Podría resumir la tesis de inversión de una o dos ideas de su cartera? (O si no, ¿podría describir un caso que refleje su enfoque de inversión?)*

Martín: Entre nuestras mejores ideas está el caso de **Lingotes Especiales [LGT]**, una compañía española de componentes de automóvil especializada en sistemas de freno. En los últimos tres años, hemos ganado siete veces nuestra inversión inicial. Descubrimos Lingotes de forma muy típica en Magallanes, una combinación de análisis y observación. Nos dimos cuenta de que los coches y motocicletas de alta gama utilizaban normalmente dispositivos de freno Brembo.

Comenzamos a analizar el sector y descubrimos que mientras Brembo era líder de mercado en Europa, a la vuelta de la esquina, aquí en España, había un jugador con un 12% de cuota de mercado llamado Lingotes Especiales.

Fue el punto de partida de un maravilloso proceso de inversión que comenzó con una visita a la planta de Lingotes Especiales en Valladolid, España, a la que siguió un extenso análisis de la historia de la compañía. Además de darnos cuenta de que era totalmente desconocida para el resto del mercado constatamos que tenía raíces en común con su gran competidor Brembo. Fundada por varias familias como una fundición de hierro en 1968, no fue hasta 1997 cuando se transformó, bajo la influencia y asesoramiento de un ex ejecutivo de Brembo, en una nueva compañía totalmente distinta, dedicada a la fabricación y ensamblaje de componentes de automóvil, especialmente discos de freno y otros componentes circulares para el automóvil.

Cuando compramos, la capitalización bursátil era inferior a 35 millones de euros y nadie cubría la acción. Cotizaba a un múltiplo bajo de un dígito con caja neta en el balance. La fuerte generación de flujos de caja permitía el pago de generosos dividendos, incluso la compra y amortización de autocartera. Estaba completamente ignorada por otros inversores.

Valoramos la empresa en al menos dos veces su precio de mercado en ese momento. Tenía incluso mayor potencial si aplicabas los múltiplos de sus pares. Es evidente la importancia del sistema de frenos para la seguridad de un automóvil. Esto representa una ventaja competitiva muy sólida y duradera para Lingotes Especiales en forma de “coste de cambio” para los principales productores de

automóviles, compradores de estos productos. El bajo coste de los frenos y tambores en el coste total de un automóvil y el papel crucial que tienen para la seguridad son tan potentes que la mayoría de productores de coches son reacios a cambiar de proveedor.

Nuestro propio análisis y la observación nos llevaron a descubrir una joya. Requirió tiempo y esfuerzo. Tuvimos que ir contracorriente y creer en nosotros mismos. Hicimos un análisis en profundidad e invertimos decididamente. El tiempo hizo el resto. La inversión en valor es casi siempre un viaje en solitario.

MOI: *¿Cómo valoran los negocios? ¿Hasta qué punto hay que tener en cuenta consideraciones específicas de cada industria y comparables, y hasta qué punto se centra sólo en el beneficio para el accionista o los flujos de caja?*

Martín: Para nosotros valorar un negocio es la parte que menos tiempo consume en nuestro proceso de inversión. Lo más importante para nosotros es entender el negocio, la génesis de la empresa, cómo gana dinero, si tiene ventajas competitivas, competidores, etc. La mayor parte de este trabajo la hacemos leyendo los estados financieros de hasta los últimos diez años. Después trabajamos a fondo los números y tratamos de averiguar si la compañía seguirá existiendo en los próximos cinco a diez años.

Los modelos de descuento complejos y las hojas de cálculo múltiples dan la falsa sensación de certeza e infalibilidad. En cierto modo, satisfacen la incómoda situación de tratar con información incompleta. La excesiva dependencia del poder de las matemáticas y de los modelos puede resultar un desastre en las finanzas, un campo caracterizado por la incertidumbre. Muchos inversores despliegan demasiado esfuerzo en precisión y perfección dejando pasar sin darse cuenta potenciales buenas inversiones. En mi opinión, la clave en la valoración tiene que ver con la capacidad de tratar con información escasa, imperfecta y confusa casi todo el tiempo.

En la práctica cuando valoramos una compañía aplicamos un método sencillo que consiste en descontar flujos de caja normalizados en un ciclo completo. Después comparamos nuestra valoración con múltiplos de la industria. El valor de una acción no proviene sólo de un modelo de descuento de flujos. Una acción vale lo que alguien esté dispuesto a pagar por ella, independientemente de lo que el modelo te diga.

MOI: *¿Cómo encuentra el equilibrio en su cartera entre la concentración en sus mejores ideas y la diversificación necesaria para controlar el riesgo de caídas?*

Martín: Como he mencionado anteriormente el éxito en la inversión requiere ser capaz de actuar en un entorno de incertidumbre. En ocasiones la tesis de inversión puede ser completamente errónea. La diversificación puede ser una buena protección para este riesgo. El mayor riesgo es la pérdida permanente de capital, que resulta normalmente de un elevado endeudamiento o de fraude. En este sentido tratamos de concentrar nuestra cartera en aquellas empresas con el balance más saneado y cuyos consejeros delegados tienen la trayectoria más limpia y exitosa en sus campos.

No recomiendo concentrar la cartera en las inversiones con mayor potencial al alza. Un elevado potencial de revalorización no significa necesariamente protección del principal.

Prefiero una inversión que ofrezca una buena protección si las cosas se ponen en contra con un potencial de rentabilidad del 20%, a una cuyo valor pueda multiplicarse, si a cambio puedo correr el riesgo de perder todo mi dinero.

MOI: *Ha dicho que “el value investing es fácil de entender pero difícil de ejecutar”. ¿Podría elaborar esta afirmación, por favor?*

Martín: Desde una perspectiva racional el *value investing* es de las cosas más fáciles de entender: “comprar barato”. Esto no sólo aplica al *value investing*, es algo innato al comportamiento humano. En cierto modo la gente siempre quiere más por menos.

Siempre sucede así, cuando explico mi profesión a gente que no sabe lo que hago en la vida y no entiende una palabra de inversiones:

—...y, a qué te dedicas en la vida?

— Bueno, soy inversor, un inversor *value*.

— Un inversor “qué”?

— *Value*, significa que intento comprar acciones baratas.

— Ah, entiendo. Parece fácil, ¿no?

Y las cosas se complican realmente si entro en detalles. Comprar barato requiere casi siempre comprar empresas poco atractivas, despreciadas, fuera de moda, ignoradas. Esto explica por qué cotizan baratas. La mayoría de la gente, sencillamente, no puede entender esto.

Comprar barato exige un cierto grado de sufrimiento, por lo que entiendo que no le guste a todo el mundo.

La gente entiende rápidamente cómo se hace pero no es capaz de llevarlo a cabo. Ser un inversor *value* requiere una actitud templada y racional frente a las inversiones.

MOI: *¿Cuál es el mayor error que impide a los inversores alcanzar sus objetivos?*

Martín: Las emociones. En otras palabras, el inversor de éxito es una persona sin emociones en lo que se refiere a inversiones. Desde el momento en que no tomas las decisiones basándote en tu propio análisis, sino en la opinión de otro, estás condenado al fracaso.

MOI: *¿Qué opina de la competitividad de las empresas españolas en un entorno europeo o global? ¿Qué cambios le gustaría ver en España para mejorar la competitividad?*

Martín: España compara mal en términos de competitividad con sus pares europeos y del resto del mundo. En mi opinión, tiene mucho que ver con los bajos ratios de productividad en España.

Algunos cambios que podrían mejorar esta situación serían reducir el peso y la presencia de la administración pública, bajar los impuestos – sobre todo los impuestos a las empresas-, alentar la inversión, promover la creación de empresas y desregular los mercados para favorecer una mayor competencia.

MOI: *¿Qué libro le ha aportado nuevas perspectivas en el arte de la inversión?*

Martín: [*Deep Value: Why Activist Investors and Other Contrarians Battle for Control of Losing Corporations*](#), de Tobias Carlisle. Este libro pone a prueba hasta qué punto eres un verdadero inversor contrario. Leyéndolo tuve gratos recuerdos de exitosos y legendarios inversores *value* como Graham y Klarman.

Otro libro que he leído recientemente y que recomiendo es [*The Templeton Touch*](#), de William Proctor. No hay duda de que Sir John Templeton ha sido uno de los grandes inversores de nuestro tiempo, pero lo que llamó más mi atención fue su cultura de hacer siempre algo más que el resto. Esta actitud

marca claramente la diferencia, su “doctrina de una pizca extra”. Tras estudiar el caso de Sir John Templeton creo firmemente que su doctrina podría ser considerada como un principio universal para el éxito no sólo en las inversiones, sino en la vida.

MOI: *Muchas gracias Iván, por compartir tu sabiduría con nuestros miembros.*

* * *