

2 de agosto de 2018

Estimado inversor,

Tras la primera carta trimestral del fondo, escrita a modo de manual de instrucciones, llega el momento de escribir la segunda, que marcará el estilo de las que están por venir. Delante de un papel en blanco, uno se encuentra con la responsabilidad de transmitir correctamente su mensaje y con la libertad para elegir la manera de hacerlo. Mi elección es escribir exactamente las cartas que me gustaría recibir como partícipe. En ellas hablaré de la evolución en el trimestre, de las acciones que componen la cartera del fondo y de mi visión general del mercado.

En el trimestre, el fondo se ha revalorizado un 4,21%. Es un buen resultado, ya que ha subido más que los principales índices (Eurostoxx 50 y S&P 500, incluyendo dividendos), pero no deja de ser una simple anécdota. Nuestra orientación es a largo plazo, e irremediamente habrá trimestres mejores y trimestres peores. A riesgo de ser repetitivo, permítame recordar las líneas maestras de nuestra aproximación al mercado. En nuestras inversiones, nuestro primer objetivo es proteger el capital de las pérdidas a largo plazo antes de entrar a valorar la posible rentabilidad de las mismas. Para ello, compramos acciones de compañías sólidas a un precio inferior a su valor intrínseco y esperamos ganar dinero con ellas a lo largo del tiempo, no necesariamente en el próximo mes o trimestre. Somos plenamente conscientes del riesgo que entraña invertir en compañías que no cuentan con el cariño del mercado y que a corto plazo pueden caer sensiblemente por debajo de nuestro precio de compra. Esa volatilidad a corto plazo que no todo el mundo tolera, es la que permitirá obtener buenos retornos a largo plazo. Para minimizar el daño de los errores que inevitablemente cometeremos, la cartera siempre estará bien diversificada tanto geográfica como sectorialmente.

A cierre de trimestre, nuestra principal posición en cartera es **Renault**, con un peso del 4,7% del fondo. Creemos que existen motivos para la preocupación, pero el mercado ha sobre-reaccionado a ellos. Los principales miedos son la guerra comercial entre Estados Unidos y China, y un cambio de ciclo en el mercado del automóvil, donde curiosamente los mercados más frágiles serían los de esos mismos países. Nadie duda que la guerra comercial es una mala noticia, que el sector del automóvil es cíclico y que en algún momento vendrán las vacas flacas, por lo que mucha gente decide salirse de él sin titubear. Mirando un poco más en detalle, observamos que la exposición de Renault a estos mercados es de las más bajas del sector y viene dada únicamente por su participación en Nissan, ya que el grupo Renault no vende coches en Estados Unidos y tiene una presencia en China testimonial (Renault vendió en China 72.137 coches sobre un total de 3.761.634 en el año 2017). Otro factor de riesgo puede ser la disrupción que va a suponer la adopción masiva del coche eléctrico. Del mismo modo que el mercado asigna un valor estratosférico e injustificable a Tesla, no reconoce los buenos

resultados de Renault en este campo. El Renault Zoe aumentó sus ventas un 45,2% el pasado ejercicio y, a día de hoy, tiene una clara ventaja en autonomía respecto a modelos de su mismo segmento, dato determinante para el comprador a la hora de decidirse por un coche eléctrico.

| Modelo        | Autonomía |
|---------------|-----------|
| Renault Zoe   | 284 km    |
| VW Golf       | 231 km    |
| BMW i3        | 231 km    |
| Nissan Leaf   | 227 km    |
| Kia Soul      | 218 km    |
| Hyundai ioniq | 212 km    |

La media de los beneficios por acción (BPA) de Renault durante los últimos 4 ejercicios ronda los 12,5 euros. Dado que cotiza por debajo de 73, nos parece que pagar menos de 6 veces dichos beneficios tiene un margen de seguridad adecuado.

La segunda mayor posición del fondo es **Vestas**, compañía danesa de fabricación de turbinas para aerogeneradores. Este mercado está formado por pocos participantes siendo los principales Vestas y Siemens Gamesa (también presente en nuestro fondo). El negocio de Vestas se distribuye en tres grandes áreas. La primera es la fabricación de turbinas para parques eólicos convencionales. Es un negocio maduro que crecerá en torno al 3% anual durante la próxima década. La segunda es la fabricación de turbinas para parques eólicos *offshore*, es decir, en el mar. En esta área, el crecimiento durante la próxima década va a ser muy importante, llegando a cuadruplicar la actual capacidad instalada. Por último, la tercera línea de negocio es el mantenimiento de las instalaciones. Es un negocio muy interesante ya que es recurrente y consume muy poco capital. Vestas presenta un balance envidiable, con caja neta y un buen historial de generación de *free cash flow*, lo que unido a su posición de liderazgo dentro de un sector que crece, nos hace ser optimistas con el valor a largo plazo.

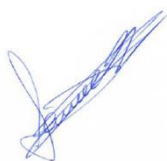
El fondo tiene presencia en tres de las principales operadoras de telefonía de Europa: **Telefónica**, **Telecom Italia** y **Deutsche Telekom**. Es un sector que nos enseña lo mucho que puede cambiar el sentimiento de mercado. De ser la gran estrella en pleno boom tecnológico a finales de los noventa, a ser el marginado del que nadie quiere oír hablar. Nosotros pensamos que ni antaño, cuando Telefónica cotizaba por encima de 30 euros o Deutsche por encima de 100, ni ahora que cotizan a 7 y a 14, respectivamente, el mercado acierta. El excesivo apalancamiento, uno de los principales lastres para la cotización, va a ir reduciéndose gracias a la fuerte generación de caja de las compañías. Adicionalmente, la capacidad de subir precios ha quedado patente los últimos años por lo que no parece descabellado que los márgenes no vayan a sufrir en exceso. Dado que por ejemplo en el caso de Telefónica estamos pagando poco más de diez veces los beneficios de este ejercicio, no nos parece mal sitio para estar a estos precios.

Tratar de calificar el mercado de renta variable como caro o barato nos parece una simplificación excesiva. Magnitudes como el PER o el ROCE tienen sentido para comparar valores dentro de un mismo sector, pero no son apropiadas para la generalidad del mercado. Un PER 15 puede ser caro para un sector maduro o en declive y en cambio ser una gran oportunidad para un sector o compañía en crecimiento. Adicionalmente, hay que destacar la importancia que están tomando determinados valores dentro de los índices. El caso más destacable son las llamadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google), que son las responsables de la mayor parte de las subidas de un tiempo a esta parte de los índices americanos. En el mercado hay dos grandes grupos o modalidades de gestión: la gestión activa y la gestión pasiva. La gestión activa es la que trata de seleccionar acciones o índices y el mejor momento para entrar o salir de ellos mientras que la gestión pasiva se limita a replicar un determinado índice y a separarse lo menos posible de él a lo largo del tiempo. Éste último tipo de gestión, que cada vez va teniendo mayor peso en el mercado por sus menores costes, tiene una consecuencia clara. Los valores que más suben de cada índice van ganando peso dentro del mismo, por lo que para replicar dicho índice, es necesario seguir comprando esos valores en detrimento de los que peor se comportan. Mientras siga la dinámica de entrada de dinero a fondos pasivos, esos valores seguirán beneficiándose de su privilegiada posición. Adicionalmente, las estrategias de *momentum*, consistentes en comprar lo que más sube, solamente tienen ojos para estos valores y no hay ni un solo analista que recomiende venderlos.

Desde un punto de vista fundamental, donde lo que se trata de analizar es el valor y no el precio, es difícil ser así de optimista. Amazon, por ejemplo, ganó el año pasado 2.300 millones de dólares, unos 4,5\$ por acción. Para ello tuvo que facturar 178.000 millones. Si se cumplen las previsiones de los analistas, que implican que en los próximos 4 años siga creciendo al ritmo de los últimos 4 y sus ventas alcancen los 470.000 millones de dólares, su beneficio rondaría los 80\$ por acción. Pagar los 1800\$ a los que cotiza hoy, más de 22 veces ese beneficio tan ambicioso, supera ampliamente mi capacidad.

La parte positiva es que, cegados por el brillo de los valores de moda, muchos inversores no ven el valor que esconden otras acciones, permitiéndonos acceder a ellas a buenos precios. Es imposible saber cuándo, pero estoy convencido de que, en algún momento, el mercado dará su confianza a las compañías que tienen valor y se la quitará violentamente a las que no. Probablemente, ese movimiento de salida de los valores de moda haga caer a los índices en su conjunto. Entre tanto, la cartera que compone el Attitude Sherpa me parece una excelente inversión en términos de calidad, precio y riesgo.

Un cordial saludo,



Daniel Varela