

5 de noviembre de 2018

Estimado inversor,

El tercer trimestre del fondo ha sido decepcionante. El resultado obtenido, - 4,73%, ha sido malo tanto en términos absolutos como en términos relativos al mercado, ya que los índices se han mantenido prácticamente planos en el caso europeo y han subido en Estados Unidos. Precisamente esta fortaleza del mercado americano es una de las causas del mal resultado. Los valores del fondo se concentran principalmente en Europa, que es donde pensamos que existen mejores oportunidades de inversión y las coberturas del riesgo de mercado están al otro lado del Atlántico, donde vemos una importante sobrevaloración y por tanto un notable riesgo de caídas a medio plazo.

El resultado negativo se distribuye prácticamente a partes iguales entre las acciones que componen la cartera y las coberturas. Es decir, en conjunto bajan los valores comprados y suben los índices americanos que tenemos vendidos. Sin paños calientes, un trimestre malo. Mirando hacia adelante, la cartera del fondo nos sigue gustando mucho y creemos que está bien preparada para las turbulencias que acechan.

A cierre de trimestre, la composición de la cartera no presenta demasiados cambios respecto al trimestre anterior. Ninguna posición supera el 5% del patrimonio, sumando las 10 primeras un 36% del mismo. El país con mayor presencia en la cartera es Francia con un 21%, seguido por España y Alemania con un 16% y un 14%, respectivamente. Los valores que mayor rentabilidad han aportado al fondo son Metro, Vestas y Carrefour. Los que más han restado han sido Akwel, Telecom Italia y Scorpio Tankers. La cartera del fondo tiene actualmente un 90% en acciones. Las coberturas suponen aproximadamente un 35%, lo que nos da una exposición neta a renta variable del 55%.

En el trimestre hemos incorporado varios valores a la cartera. Destacan el productor de acero **Aperam**, la petrolera **International Petroleum** o el retailer **Maisons du Monde**.

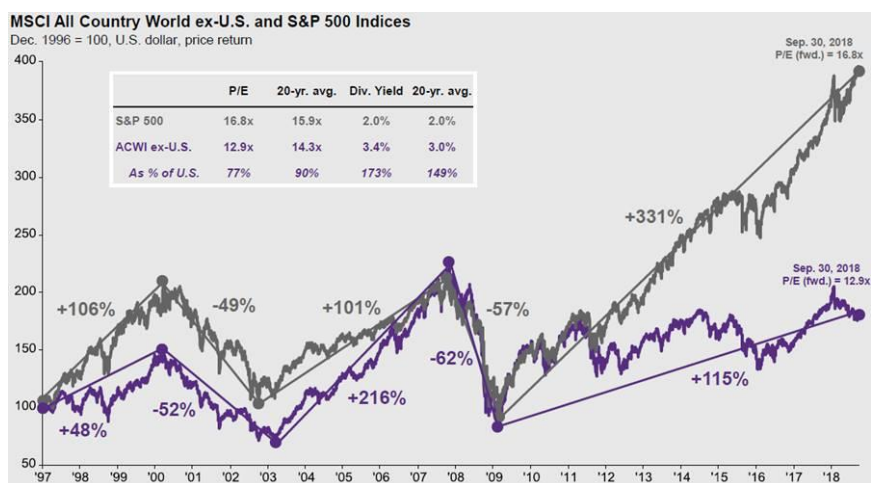
**Aperam** es una compañía líder en el sector del acero inoxidable. Es el resultado de un spin-off (una escisión mediante la cual ambas compañías cotizan de manera independiente) de Arcelor Mittal que tuvo lugar en 2011. Debido a las medidas de eficiencia que han ido implementando en los últimos años, es de las compañías más rentables del sector. Opera en una industria cíclica y ahora mismo cotiza con un descuento superior al 35% respecto a su media de los últimos años. Dado que actualmente no se está incrementando la capacidad de producción a nivel mundial y que la demanda mundial de acero debería crecer moderadamente los próximos 5 años, vemos un escenario de precios estables o ligeramente al alza. Adicionalmente, las sinergias de 20 millones de euros anuales anunciadas por la compañía en la reciente compra de VDM Metals parecen conservadoras dado el historial de la familia Mittal. Si estas sinergias aumentan y se acercan más a niveles propios de otras operaciones similares, podría ser el catalizador para que la acción se mueva en precios mayores y más acordes con el valor de su negocio.

**International Petroleum** es una pequeña compañía sueca extractora de petróleo y gas. Capitaliza unos 500 millones de euros, por lo que es muy pequeña para muchos analistas. El principal accionista es la familia Lundin, con gran experiencia y reconocimiento en el sector de materias primas. Opera con unos costes muy bajos, tiene una deuda muy razonable y genera caja a un ritmo altísimo. En la parte baja del rango de producción estimado por la compañía y con el Brent a 65\$, muy por debajo del precio actual, la compañía ganaría unos 60 millones de euros, por lo que nos parece que hay un margen de seguridad muy interesante para la inversión.

**Maisons Du Monde** vende muebles y objetos decorativos para el hogar. Fue fundada en Francia en el año 1990 y comenzó a cotizar en 2016. En el año 2015, facturó unos 700 millones de euros de los cuales casi 500 fueron en Francia. Desde entonces, ha avanzado mucho en su expansión internacional y cerrará este año con más de 1.100 millones de ventas, lo que supone un crecimiento más que notable. Si cumplen con su plan, cosa que hasta ahora han ido haciendo, está cotizando a 10 veces los beneficios del año 2020.

En la bolsa americana, referencia mundial, nos encontramos ante el mercado alcista más largo de la historia. Con 2018 son ya 10 años de subidas consecutivas. Aunque este hecho por sí solo ya resulta preocupante, ya que la economía y por tanto los mercados financieros se comportan de manera cíclica, hay factores aún más alarmantes en mi opinión:

- La diferencia de comportamiento con el resto del mundo, motivada por la huida de inversores de otras zonas geográficas. Europa es un desastre político, China amenaza con ralentizarse, Japón lleva décadas como un zombie y países emergentes como Turquía o Argentina espantan entre otras cosas por la extrema debilidad de sus monedas. Ese dinero se ha refugiado en EEUU, como muestra el gráfico inferior. La línea gris es el mercado americano y la morada el resto del mundo.



Fuente: JP Morgan






- Las recientes subidas de tipos de la FED ofrecen ya una alternativa real de inversión, por lo que, en caso de problemas, la renta fija es un refugio interesante donde pasar la tormenta. Es más fácil y cómodo deshacer la inversión en bolsa cuando uno puede acceder a un bono emitido por el Tesoro Americano y que paga más del 3% a 10 años. Rentabilidad que, dicho sea de paso, supera ampliamente los dividendos del SP500.
- Las subidas se concentran en muy pocos valores, destacando las ya conocidas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google).

**Exhibit 3: 10 stocks have contributed more than 100% of S&P 500's YTD return as of June 28, 2018**

Ticker	Company	Cons. 2019E sales growth	Total return	Mkt cap weight	% of SPX Return
AMZN	Amazon.com Inc.	23 %	45 %	2.1 %	36 %
MSFT	Microsoft Corp.	10	16	2.9	18
AAPL	Apple Inc.	4	10	3.8	15
NFLX	Netflix Inc.	24	106	0.4	15
FB	Facebook Inc.	27	11	1.9	8
GOOGL	Alphabet Inc.	18	7	2.8	7
MA	Mastercard Inc.	12	31	0.6	7
V	Visa Inc.	11	17	0.9	6
ADBE	Adobe Systems Inc.	19	37	0.4	5
NVDA	NVIDIA Corp.	14	25	0.5	5
<b>Top 10 contributors</b>		<b>16 %</b>	<b>20 %</b>	<b>16 %</b>	<b>122 %</b>
<b>S&amp;P 500</b>		<b>5</b>	<b>3</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Sus productos y servicios todos los conocemos y son claras historias de éxito, con marcas muy poderosas e importantes barreras de entrada para la competencia. Son grandes negocios. Lo que yo dudo es que sean buenas inversiones ahora mismo. Dado su estratosférico crecimiento en la última década, el mercado les adora y por tanto está dispuesto a pagar unos precios desorbitados por sus acciones. La tabla siguiente muestra su evolución en los últimos años. Nótese la magnitud que podría tener una posible corrección.

% revalorización desde	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
	+ 111%	+ 57%	+ 43%	- 7%
	+ 105%	+ 114%	+ 95%	+ 33%
	+ 545%	+ 196%	+ 167%	+ 71%
	+ 667%	+ 227%	+ 202%	+ 95%
	+ 127%	+ 55%	+ 52%	+ 15%

Fuente: Bloomberg Finance LP. Datos a 30/09/2018.

Nos preocupa que esa presumible corrección en el mercado americano provoque, como es habitual, caídas generalizadas en el resto de bolsas. Tras tantos años de subidas, baja volatilidad y ausencia de sustos, nos da miedo que la primera reacción correctiva sea violenta y haga caer a todos los valores sin considerar su calidad. Por ello tenemos coberturas que, aunque este trimestre no han funcionado nada bien, esperamos que nos ayuden a navegar esas turbulencias en caso de producirse.

Cuando decidimos crear el fondo, tuvimos claro que su principal característica tenía que ser la flexibilidad en la gestión. Es un fondo que puede variar su exposición a renta variable entre el cero y el cien por cien y que puede invertir en otros activos como la renta fija. Nuestra vocación no es otra que la de ofrecer retornos superiores al mercado en el largo plazo. Actualmente consideramos que es adecuado tener un nivel de exposición moderado puesto que los riesgos nos parecen mayores de lo que el mercado cotiza. Cuando esa situación se modere o desaparezca, iremos reduciendo las coberturas incluso hasta eliminarlas por completo. Del mismo modo, la renta fija en euros no nos parece nada interesante en la actualidad, pero si en un futuro aparecen oportunidades, el fondo está preparado para poder aprovecharlas. Como gestor y coinversor, creo honestamente que tenemos el producto adecuado para obtener rentabilidades satisfactorias con un adecuado nivel de riesgo.

Un cordial saludo,



Daniel Varela