

What were you thinking? – Scott McNealy

29 de julio de 2019

Estimado inversor,

Concluye el segundo trimestre del año donde hemos visto continuidad en el movimiento alcista de las bolsas y en la motivación del mismo. La situación geopolítica no ha mejorado y los resultados empresariales menos aún, pero a nadie le importa mientras la FED vaya a bajar los tipos de interés. Durante mayo vimos un recrudescimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China (aumento de aranceles, bloqueo a Huawei, etc.) que alejaron la esperanza de encontrar una solución pacífica y satisfactoria para ambas partes y provocaron notables caídas en el mercado. Las palabras de Mario Draghi en junio y las declaraciones (ya con frecuencia diaria, prácticamente) de distintos miembros de la FED sobre las inminentes bajadas de tipos, bastaron para olvidar todos los males.

El otro mercado que obviamente se ha visto afectado por la promesa de bajadas de tipos es la renta fija, donde las rentabilidades de todos los emisores y plazos de la curva han bajado muy notablemente. Dado que partíamos de niveles extraordinariamente bajos, asistimos a barbaridades como el bono griego a 10 años por debajo del 2%, su homólogo español por debajo del 0,5%, el bono suizo a 50 años en negativo y varios bonos europeos high yield o de alto riesgo también en negativo. Hemos pasado del concepto de activo sin riesgo al de activo de riesgo sin rentabilidad y todos tan campantes. A nadie le preocupa que ahora mismo cuanto más se ahorre, más se pierde. Da miedo pensar en las preguntas de un examen de la facultad de económicas.

El fondo termina el trimestre perdiendo 1,03%, lo que sitúa la rentabilidad anual en 1,63%. Es un resultado muy malo, motivado principalmente por el mal comportamiento de los valores que componen la cartera tanto en términos absolutos como relativos a las coberturas. La cartera se compone principalmente de valores que se engloban dentro del tipo "value", mientras que las coberturas están en el mercado que consideramos más caro, Estados Unidos, donde el peso de los índices cada vez se concentra más en valores de los llamados "growth". En el siguiente gráfico se observan los niveles en los que se han movido ambos tipos de valores en los últimos veinte años. Nótese cómo los actuales niveles sólo se alcanzaron en el año 2.000, en plena burbuja "punto.com" donde todo lo que no era tecnología era repudiado por el mercado. A la vista está lo que ocurrió después.



Fuente: Bloomberg

En estos 20 años han cambiado muchas cosas. De aquellas compañías que en el año 2.000 eran las joyas de la corona, una gran parte no sigue entre nosotros. En España es clásico el ejemplo de Terra, pero alrededor del mundo fueron muchas más. Sun Microsystems, en Estados Unidos, llegó a cotizar a 64\$, lo que suponía 10 veces sus ventas anuales. Nueve años después la compañía fue adquirida por Oracle a cambio de 9,5 dólares por acción. Años después, su consejero delegado, Scott McNealy, liberado ya de su compromiso de guardar las apariencias decía lo siguiente (vía [Bloomberg](#)):

“At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have top pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I can get that by my shareholders. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Now, having done that, would any of you like to buy my stock at at \$64? Do you realize how ridiculous those basic assumptions are? You don't need any transparency. You dont need any footnotes. What were you thinking? “

Hoy tenemos multitud de conocidas compañías que cotizan con múltiplos sobre sus ventas incluso superiores a los del ejemplo, como Twitter, Nvidia o Snapchat (20 veces). Si buscamos casos extremos, tenemos Beyond Meat. Es una compañía salida a bolsa este mismo año y dedicada a la fabricación

de productos de origen vegetal que simulan hamburguesas y otros tipos de carne. Si alguien quiere participar de su negocio ha de desembolsar la friolera de 40 veces las ventas estimadas para este año. Es una empresa en pérdidas, igual que el 80% de las compañías que ha salido a cotizar este año en Estados Unidos. Ya ven, en esta burbuja ya ni las hamburguesas son reales. Otra compañía que siempre merece mención es Tesla. A día de hoy capitaliza el triple que Renault y sigue perdiendo dinero a espaldas como todos los años, pero nos deja momentos inolvidables como este titular de febrero de 2016:

Tesla expects to become profitable in 2016, shares surge

Sai Sachin R, Alexandria Sage

4 MIN READ



Lo curioso es que, en este entorno de euforia bursátil americana, si buscamos un poco más allá de lo que se aprecia a primera vista mirando los índices, hay valores que llevan acumulado un castigo tremendo. Y aquí es donde vemos nosotros la oportunidad y los motivos para el optimismo. Tenemos en cartera valores que, por diversos motivos, están muy lejos de sus cotizaciones máximas. La gran mayoría sigue generando caja y gozando de una buena posición dentro de su sector, por lo que el tiempo debería jugar a nuestro favor. A título meramente ilustrativo ya que cada valor tiene sus circunstancias particulares y los hay más expuestos al ciclo que otros, en la tabla siguiente se muestran algunos ejemplos:

Valor	Cotización Actual	Cotización máxima últimos 10 años	Retroceso desde máximos	BPA medio últimos 3 ejercicios
TELECOM ITAL-RSP	0,4561	1,122	-59,35%	0,08
INTL CONS AIRLIN	5,316	8,72	-39,04%	1,03
FRESENIUS SE & C	47,68	80,07	-40,45%	3,35
TELEFONICA	7,221	19,63	-63,21%	0,62
RENAULT SA	55,29	100,8	-45,15%	15,08
MIQUEL Y COSTAS	15,32	24,3	-36,95%	1,31
GALP ENERGIA	13,525	18	-24,86%	0,74
INDITEX	26,45	36,9	-28,32%	1,06
PUBLICIS GROUPE	46,43	79,4	-41,52%	4,6
BAYER AG-REG	60,94	144,12	-57,72%	4,24
ELEGANT HOTELS G	68	118,5	-42,62%	8,7

Fuente: Attitude Gestión SGIC, SA

En el trimestre hemos incorporado a la cartera dos valores, ambos españoles. Se trata de **Ence** y **Gestamp**.

Ence es una compañía con dos áreas de negocio. La energía renovable y la celulosa, siendo esta última la de mayor peso en el grupo. La celulosa, igual que el petróleo, el oro o el trigo es un commodity, por lo que su precio se fija en un mercado y es para todos igual. Ence produce celulosa empleando madera de eucalipto, que resulta más barato que utilizar la fibra larga. Otras de sus ventajas competitivas son la cercanía de las plantaciones de eucalipto a sus fábricas, un servicio logístico excelente para Europa (tarda en servir de 5 a 7 días frente a los 40 de Latinoamérica) y una cartera de clientes muy diversificada. La demanda de celulosa parece probable que crezca a nivel mundial por el incremento del nivel de vida de los países emergentes. Como ejemplo, el consumo per cápita de papel tisú en China es menos de la mitad que en países como Japón o cualquiera de Europa Occidental. En el mercado hay pocos participantes y de momento no hay en marcha prácticamente ningún proyecto para introducir nueva capacidad. Dado que una fábrica tarda unos 3 años en estar operativa, hasta mínimo el año 2.022 no entraría nueva oferta.

El área de energía renovable va a ir ganando peso en el grupo en los próximos años. De un EBITDA de 45 millones en 2.018 se persigue alcanzar 150 en 2.023. Es un negocio más predecible y estable en el tiempo, por lo que ayudará a mitigar los vaivenes del ciclo de la celulosa. Actualmente están centrados en Biomasa y en los próximos años se plantean diversificar a Termosolar y Fotovoltaica.

Gestamp es un proveedor del sector del automóvil, centrando su actividad en carrocerías y chasis. Hoy está en boca de todos la revolución que supone la llegada del coche eléctrico y las cotizaciones del sector autos están sufriendo notablemente por ello. Lo que parece claro es que independientemente del tipo de motor que lleve un coche, va a llevar una carrocería. Además, el principal enemigo de la autonomía de un vehículo eléctrico es el peso. Gestamp es líder mundial de procesos de estampación en caliente, que permite reducir el peso de la carrocería y además aumentar la seguridad ante colisiones. La compañía cuenta con más de veinte años de historia y a día de hoy opera más de 100 plantas productivas repartidas por más de 20 países. Entre sus clientes están los principales fabricantes mundiales, con los que Gestamp participa en la fabricación de más de 900 modelos distintos.

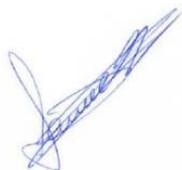
Creemos que la venta indiscriminada de todo lo relacionado con el automóvil nos da una oportunidad de entrada a un precio razonable. No es una ganga, pero la solidez del negocio, el tener un accionista de referencia (familia Riberas) y las importantes barreras de entrada que han ido construyendo al ir ganando escala, nos hacen confiar en el valor a largo plazo.

A cierre de trimestre ninguna posición supera el 4,5% del patrimonio del fondo, sumando las 10 primeras un 36% del mismo. El país con mayor presencia en la cartera es España con un 22% seguido por Francia y Alemania con un 16% y un 14% respectivamente. Los valores que mayor rentabilidad han aportado al fondo son Akwel, Fresenius y Bayer. Los que más han restado han sido IAG, Covestro y Plastivaloire.

Para los próximos meses, continuamos con una visión muy cauta del mercado. Las valoraciones del mercado americano siguen siendo tremendamente exigentes, la guerra comercial entre Estados Unidos y China lo más fácil es que empeore, se acerca la fecha límite del Brexit y tampoco parece que vaya a haber un acuerdo amistoso y el mercado de bonos sigue con su loca huida hacia adelante. Nuestras armas para enfrentarnos a este entorno tan hostil siguen siendo la calidad de las compañías de nuestra cartera, la flexibilidad que nos dan las coberturas y la experiencia acumulada en anteriores etapas de convulsión. Preferimos equivocarnos por prudentes antes que por temerarios y evitar que en el futuro tengamos que preguntarnos “what were you thinking?”

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,



Daniel Varela