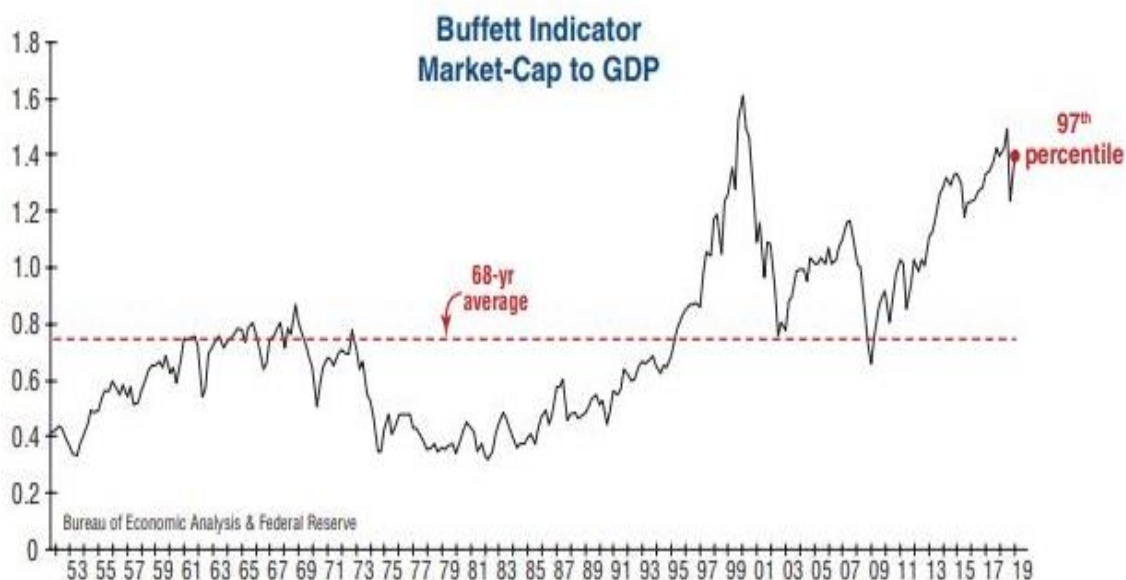


28 de octubre de 2019

Estimado inversor,

Concluye un trimestre en el que hemos tenido bastante volatilidad, para terminar cerrando cerca de donde empezó. El Eurostoxx 50 se ha revalorizado un 2.76% en el trimestre, el S&P 500 un 1.19% y el IBEX 35 apenas un 0.50%. En el lado negativo, encontramos a las bolsas emergentes con una caída trimestral del 5%. El dólar ha seguido actuando como moneda refugio mundial y se ha revalorizado contra el euro un 4%. Los sectores beneficiados en las bolsas han sido los más defensivos, como consumo y eléctricas, mientras que cíclicas y bancos vuelven a estar en el vagón de cola. El fondo cierra el tercer trimestre con una rentabilidad negativa de 1.40% y rentabilidad anual de 0.22%. A cierre de trimestre ninguna posición supera el 4.7% del patrimonio del fondo, sumando las 10 primeras un 38.6% del mismo. El país con mayor presencia en la cartera es España con un 30% seguido por Francia y Alemania con un 19% y un 11% respectivamente. Los valores que mayor rentabilidad han aportado al fondo son Pan American Silver, Telecom Italia e International Seaways. Los que más han restado han sido Maisons Du Monde, IPCO y Global Dominion. Durante el trimestre no ha habido grandes cambios en la composición de la cartera y seguimos con un posicionamiento muy prudente ante el panorama de gran incertidumbre que vemos para los próximos meses y las exigentes valoraciones a las que cotizan los principales mercados del mundo. Valga como muestra el famoso indicador que tanto gusta a Warren Buffett. El ratio entre capitalización total del mercado americano de acciones y su PIB. Como vemos, se encuentra prácticamente al doble de la media de los últimos 70 años y en valores solo alcanzados durante la burbuja puntocom del año 2000.



En anteriores cartas hemos comentado el entorno que nos rodea y, dado que no ha cambiado mucho, vamos a aprovechar para ir repasando las posiciones que hay en cartera, comenzando hoy por las compañías españolas.

Global Dominion es una compañía que incorporamos al fondo por primera vez en noviembre del año pasado. Desde entonces siempre ha estado presente en la cartera, aunque con poco peso. Este trimestre, aprovechando las caídas que ha experimentado, hemos aumentado notablemente nuestra posición. Dominion es una compañía que reúne dos factores que la mantienen lejos del radar de grandes inversores. Uno es su pequeño tamaño, poco más de 600 millones de euros de capitalización y el otro su breve historia bursátil. Cotiza como compañía independiente desde abril de 2016, cuando se separó de su matriz CIE Automotive, que por cierto también tenemos en cartera. La empresa ofrece servicios y soluciones a sus más de 1.000 clientes en más de 35 países. Sus clientes son otras empresas, salvo en su nueva área de actividad iniciada en 2017 con la compra de The Phone House. Sus áreas de actividad son Tecnología y Telecomunicaciones, Industria y Energía. El segmento de soluciones se nutre de pedidos puntuales, con márgenes más altos que los servicios, pero más dependientes del ciclo económico. Los servicios son contratos que aportan recurrencia en el tiempo y márgenes más bajos. Creemos que la tendencia a externalizar los servicios que no se consideren core para el cliente va a continuar, y que Dominion vaya creciendo y estando presente en cada vez más países y sectores es muy positivo para afianzar las relaciones entre proveedor y cliente. Nos gusta especialmente el compromiso de la directiva con la compañía. En 2016 elaboraron un plan estratégico a 2020 que han cumplido a cierre del año pasado. El nuevo plan abarca hasta 2022 y nos parece que se han ganado nuestra confianza en su cumplimiento. El consejero delegado y el presidente poseen cada uno más del 5% de las acciones de la compañía, lo que representa en el caso del CEO más de 30 veces su salario anual, por lo que consideramos que su motivación en el buen devenir de la cotización está fuera de toda duda.

Zardoya Otis es otra vieja conocida que ha vuelto a formar parte de la cartera en la zona de 6 euros por acción. Zardoya es una compañía que se dedica principalmente a la fabricación y mantenimiento de ascensores. Es un negocio muy predecible y rentable, especialmente para el líder del mercado. Su gran base instalada permite ser muy eficientes, ya que la densidad de ascensores de Zardoya es más alta que la competencia, por lo que un técnico pierde menos tiempo en desplazarse de un equipo al siguiente. Adicionalmente, se está trabajando en instalar pantallas en los ascensores que permiten un diagnóstico remoto y que abren la puerta a nuevas vías de ingresos como la publicidad. No es una empresa que vaya a tener crecimientos salvajes, pero nos parece que, en este entorno de incertidumbre tan elevada, aporta seguridad y estabilidad a la cartera. Mientras esté por debajo de la zona entre 7.2 y 7.5 euros nos parece una valoración interesante.

Inditex es sin duda la referencia en el sector textil. Continúa en cartera y aunque sigue siendo una empresa excelente y nos ha reportado notables alegrías este año, se acerca a nuestra zona de venta. Como digo, sigue siendo un gran negocio, pero entre 29 y 30 euros por acción aprovecharíamos para ir vendiendo y aumentar posiciones en otros valores que se han quedado a valoraciones más atractivas.

Telefónica ha pasado un verano terrorífico, llegando a cotizar por debajo de los 6 euros a mediados de agosto. Desde ahí ha experimentado un rebote importante para cerrar el trimestre justo en los 7 euros por acción. Nos sigue pareciendo que está a un precio interesante ya que debería ganar al menos 0.70 euros por acción en los próximos años y parece que la reducción de su abultada deuda

es una de las prioridades de la compañía, lo que nos parece que redundará en un mayor precio de las acciones.

Miquel y Costas es un fabricante líder de papeles especiales de bajo gramaje y alto valor añadido para sectores como el tabaco, industrial o de alimentación. El mercado ha castigado al valor duramente y cotiza al menor PER de los últimos 7 años. La compañía sigue siendo tremendamente rentable, con un ROCE superior al 18% y una posición de caja neta positiva. Es el clásico valor que siempre nos ha gustado pero que siempre estaba demasiado caro para comprar, por lo que estamos encantados de haber tenido la oportunidad de hacerlo con las notables caídas del último año.

Nicolás Correa ya fue comentada en una carta anterior. En este tiempo, sigue cumpliendo con sus objetivos y fortaleciendo su posición en el mercado. Invertimos en ella sobre los 3.4 euros por acción y cotiza a 4.2 pero aún le vemos recorrido al alza, con la debida paciencia que requieren estas compañías tan pequeñas.

CIE Automotive es un proveedor del sector automóvil, con una posición de liderazgo en costes y presencia global. A pesar de operar en un sector cíclico, ha presentado beneficios todos los años desde que tengo registros y son más de 20. Su crecimiento tanto en ventas como en beneficios es ejemplar y el mercado nos ha permitido comprarla a menos de 10 veces los beneficios del presente ejercicio. Dado que la compañía no solo continúa adquiriendo otras empresas del sector, como los recientes casos de Inteva y Somaschini, sino que también crece orgánicamente, parece difícil que ese nivel de beneficios no crezca notablemente en los próximos ejercicios. Va a tener un comportamiento volátil por el sector en el que opera y las recientes dudas sobre el mismo, pero confiamos en que sea uno de los caballos ganadores.

Ence y Gestamp las comentamos en la carta del trimestre anterior, que se puede consultar [aquí](#).

Aquí hay dragones, en latín *hic sunt dracones*, es una frase utilizada para referirse a territorios inexplorados o peligrosos, de acuerdo con la práctica medieval de poner serpientes marinas y otras criaturas mitológicas en los mapas de zonas desconocidas. Si tuviésemos que dibujar un mapa de la situación económica mundial, casi habría más bichos que tierra firme. Basta simplemente fijarse en la inflación y en la deuda.

Una de las palabras más repetidas en los últimos años es inflación. Y no todo el mundo la mira con los mismos ojos. Los que la han sufrido en tiempos pasados, saben lo peligrosa y nociva que es. Igual que los que en la actualidad viven en países donde está desbocada y viene acompañada de la destrucción total de su moneda: alguien que el día que Nicolás Maduro subió al poder en Venezuela en el año 2013 hubiese cambiado un millón de dólares en bolívares venezolanos hoy tendría al cambio unos pocos céntimos de dólar. Luego están los Bancos Centrales, que ven en su ausencia el argumento definitivo para hacer el salvaje con sus flamantes impresoras. Por el camino, siguen inflando los precios de los activos financieros e inmobiliarios, dificultando así a los jóvenes el acceso a la vivienda y a formar una familia. No estaría de más que alguien pusiese sobre la mesa la necesidad de adecuar los índices de esa inflación tan deseada a la realidad del gasto de cualquier familia.

Los 12 grupos que conforman el IPC y sus ponderaciones para el año 2019 son:

Grupo	Sectores	Ponderaciones (%)
1	Alimentación y bebidas no alcohólicas	18,88
2	Bebidas alcohólicas y tabaco	2,90
3	Vestido y calzado	6,72
4	Vivienda	13,35
5	Menaje	5,85
6	Medicina	3,82
7	Transporte	15,46
8	Comunicaciones	3,74
9	Ocio y cultura	8,43
10	Enseñanza	1,64
11	Hoteles, cafés y restaurantes	12,43
12	Otros	6,78

Vestido y calzado ponderando más de la mitad que la vivienda o comunicaciones más del doble que la enseñanza hacen estéril todo comentario. El chiste se cuenta solo. Y si además uno se cree que los salarios van ligados a esos incrementos de IPC, ya tenemos material para montar un festival del humor. Con datos en la mano, en 1979 hacían falta en Estados Unidos 385 horas de salario mínimo para pagar un año de universidad. Hoy son necesarias 2229 horas.

En Estados Unidos, el 1 de enero de 1835 el presidente Andrew Jackson pagó por completo la deuda nacional. Hicieron falta 171 años para llegar a los 9 trillions (billones europeos) de deuda en el año 2007. Desde entonces, solo han sido necesarios 12 años para añadir otros 13.5 trillions. Es decir, el 60% del total de la deuda americana se ha generado en poco más de una década. Aquí, sin duda, hay dragones.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo



Daniel Varela