

“You can check out any time you like, but you can never leave”

Hotel California, 1976

Estimado inversor,

El fondo cierra el segundo trimestre del año con una rentabilidad del 7,12%. Los valores que más rentabilidad aportan son Maisons du Monde, IPCO y Fresenius y los que más restan son Euronav, OCI y Teekay. Ningún valor supera el 4,3% de la cartera y la suma de los diez primeros supone un 36% de la misma. Los países con mayor presencia son España, Francia y Alemania, por ese orden.

El centro de atención durante este tiempo ha sido la pandemia causada por el virus Covid-19, aunque realmente el movimiento del mercado ha sido provocado por la respuesta de los bancos centrales a dicha pandemia. El impacto de la enfermedad en la economía es tremendo y los resultados empresariales y los datos macroeconómicos no van a dejar lugar a dudas. Hablamos de un shock sin precedentes. Del mismo modo, la respuesta de los bancos centrales ha sido colosal. Hasta el punto de, contra todo pronóstico, propulsar el precio de muchas acciones a máximos históricos. Creo que sería un error tomar la buena evolución de esas compañías como un indicador de la salud del mercado en su conjunto o ignorar los riesgos a los que nos enfrentamos. Me parece destacable que, de los 25 días de mayores caídas de la bolsa a lo largo de la historia, haya 4 en lo que va de año, uno de ellos en el pódium.

| Date | Change |
|-------------------|----------------|
| 19/10/1987 | -22,61% |
| 28/10/1929 | -13,47% |
| 16/03/2020 | -12,93% |
| 29/10/1929 | -11,73% |
| 05/10/1931 | -10,73% |
| 12/03/2020 | -9,99% |
| 06/11/1929 | -9,92% |
| 04/01/1932 | -8,40% |
| 26/10/1987 | -8,10% |
| 15/10/2008 | -8,04% |
| 16/06/1930 | -7,87% |
| 21/07/1933 | -7,87% |
| 09/03/2020 | -7,84% |
| 01/12/2008 | -7,79% |
| 09/10/2008 | -7,70% |
| 18/10/1937 | -7,33% |
| 27/10/1997 | -7,20% |
| 05/10/1932 | -7,18% |
| 17/09/2001 | -7,15% |
| 24/09/2001 | -7,13% |
| 24/09/1931 | -7,07% |
| 20/07/1933 | -7,07% |
| 29/09/2008 | -6,98% |
| 13/10/1989 | -6,91% |
| 11/06/2020 | -6,90% |

Lo más afectado va a ser todo lo relacionado con ocio, turismo y desplazamientos. Por tanto, las economías que más dependan de ello como la española, se llevarán la peor parte y durante más tiempo. En el fondo no tenemos compañías de esos sectores porque, aunque algunas han caído con mucha fuerza, es difícil ver el alcance real del problema. Preferimos no asumir un riesgo que ahora mismo no somos capaces de cuantificar. En cuanto a exposición geográfica, el conjunto de las compañías que tenemos en España genera la mayoría de su beneficio en el extranjero por lo que el efecto de esa mayor caída del PIB nacional no debería afectar en exceso.

Con esta crisis, la tendencia de los últimos años en cuanto a preferencias sectoriales ha continuado firme e incluso se ha acelerado. El diferencial entre las compañías tecnológicas y el resto sigue marcando máximos. Las únicas que aguantan medianamente el paso son las grandes compañías que podríamos llamar “de calidad”, como por ejemplo L’Oreal o LVMH. Tanto unas como otras comparten como denominador común, unas valoraciones estratosféricas. Las archifamosas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) exigen pagar un múltiplo sobre los beneficios que va desde las 30 veces de Apple a las 100 de Netflix o a las 150 de Amazon. En el caso de las francesas, ya rondamos las 40 veces. Y todo ello en un contexto de máxima incertidumbre, como el actual. Nos parece que son sectores que descuentan un escenario idílico y que difícilmente se produzca, por lo que vemos probable que acaben decepcionando a los inversores. Por el lado contrario, el mercado sigue ignorando compañías o incluso sectores completos que nos parece que tienen un binomio rentabilidad/riesgo mucho más interesante. No sólo por ser mucho más rentables, cotizando algunos por debajo de 10 veces beneficios si no porque son más predecibles y operan en mercados más maduros. Destacan los casos de Miquel y Costas, Corticeira o el sector telecomunicaciones.

Nuestra visión sobre el mercado es totalmente bipolar. Vemos unos riesgos enormes, que nos preocupan profundamente, pero somos optimistas por los excelentes precios que estamos viendo en determinadas compañías. Hay oportunidades tremendamente interesantes.

Los riesgos se podrían agrupar en tres:

1. Posible empeoramiento de la **pandemia**.
2. **Políticas monetarias** de dimensiones épicas.
3. **Valoraciones** muy exigentes en el conjunto del mercado.

En cuanto a la **pandemia**, estamos ante una situación nueva y no hay manera de anticiparse a lo que pueda venir. La aparición de rebrotes y la severidad de los mismos es un factor que puede afectar mucho a cualquier escenario que imaginemos y sin duda estamos lejos de una solución definitiva.

Sobre las **políticas monetarias** ya hemos expresado nuestra preocupación en muchas ocasiones. Desde entonces, no han hecho más que aumentar y da la sensación de que ante cualquier problema, se recurre a ellas sin miramientos. Es un tema en el que insistimos mucho porque, aunque resulte sorprendente, es lo que realmente está moviendo el mercado. El precio de las acciones se construye asignando un multiplicador a los beneficios de la compañía. El análisis que hacemos de las compañías en las que invertimos se centra en estimar la capacidad de generación de dichos beneficios para los próximos años. Así lo hemos hecho siempre y creo que es el proceso correcto. Lo importante es lo que recibimos por ser dueños de un negocio, independientemente de cómo cotice. El problema es que por el camino el mercado es caprichoso y es capaz de aumentar o reducir notablemente el multiplicador,

fijando así unos precios muy alejados de nuestra estimación. El principal motor de esas variaciones son las inyecciones desmesuradas de liquidez en el sistema, que este año se cuentan por trillones. Así queda el balance de la FED:



En el año 1976, el grupo *The Eagles* publicaba su obra maestra, *Hotel California*. Es una canción controvertida y que ha hecho correr ríos de tinta a la hora de interpretar su significado. Habla de un lugar idílico donde es fácil entrar, pero casi imposible salir. La interpretación mayoritaria es la que considera la canción como una metáfora sobre el consumo de drogas, aunque también hay quien lo que ve son referencias a ritos satánicos. Yo creo que hay una tercera explicación. Con la perspectiva que da el paso del tiempo, 44 años nada menos, y viendo lo que ha ocurrido desde entonces, igual aquella banda de melencos californianos fueron los primeros en ver el lío económico y social que nos esperaba. Poco antes de la publicación de la canción, en el año 1971, Nixon abandonaba el patrón oro y abría la puerta a la creación de dinero a voluntad. Veamos algún gráfico para ver parte de las consecuencias de aquel movimiento:

**Purchasing power loss of major currencies compared to gold (log), indexed
01/1971 = 100, 01/1971-03/2020**

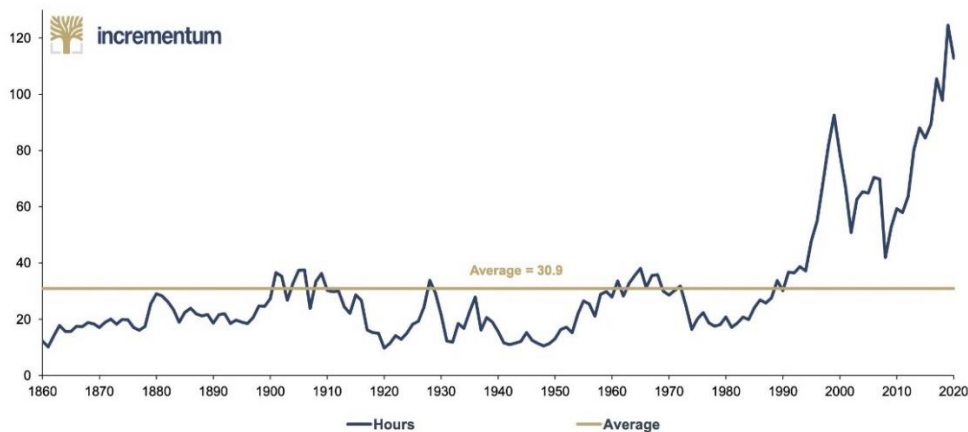


Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

Se puede observar que las monedas no fluctúan, solo se hunden a velocidades diferentes.

Desde un punto de vista social, hay que fijarse en la desigualdad, fuente última de todas las protestas y disturbios que estamos viendo actualmente. Se ha preguntado expresamente a los últimos presidentes de la FED americana y siempre han negado que fuese una causa directa de sus intervenciones y la impresión de dinero. El siguiente gráfico refleja lo contrario, puesto que desde los años 70 hemos alcanzado niveles cuatro veces superiores a la media histórica en la comparativa entre el precio de las acciones y los salarios medios.

Average Working Hours to Buy the S&P 500, 1860–2020



Source: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

Adicionalmente, la intervención estatal en forma de renta básica o ayudas a determinados sectores nos parece que puede traer consecuencias indeseadas, como nos recuerda el llamado “efecto cobra”. Cuando la India era una colonia británica, había un gran número de cobras venenosas en Delhi. Para acabar con el problema, el gobierno decidió ofrecer una recompensa por cada cobra muerta. Al principio fue un éxito y gran cantidad de serpientes fueron cazadas por la recompensa. Sin embargo, hubo gente que comenzó a criar cobras para posteriormente entregarlas y cobrar la recompensa. Al percatarse el gobierno, canceló el programa y los criadores abandonaron las serpientes, ya sin valor, haciendo que la población de cobras salvajes volviese a aumentar.


Respecto a las **valoraciones** de las bolsas, hay señales de alarma por doquier. El 30 de septiembre Tesla cotizaba con un múltiplo de 43,29 veces sus beneficios estimados para los siguientes 12 meses. Lo que parecía una exageración, ha resultado en una subida tremenda, multiplicando el precio de las acciones por más de 5 y convirtiendo a la compañía en el fabricante de automóviles de mayor capitalización bursátil del mundo. En este tiempo, la expectativa de beneficios no solo no ha subido si no que ha bajado, de modo que el precio actual refleja nada menos que 303,03 veces los beneficios esperados. Por cierto, Tesla nunca ha tenido un ejercicio con beneficios. El siguiente cuadro muestra varias compañías con su capitalización (en miles de dólares) y el múltiplo que supone sobre las ventas. No sobre los beneficios, sobre las ventas. Han leído bien.

| | | | |
|--------|----------------|-------------|--------|
| + ZM | Zoom Video Com | 73,837,376 | 117.40 |
| + SHOP | Shopify Inc | 120,779,424 | 75.54 |
| + COUP | Coupa Software | 19,504,446 | 49.53 |
| + RARE | Ultragenyx Pha | 5,132,543 | 48.69 |
| + EMX | Emx Royalty Gr | 185,978 | 48.11 |
| + GSX | Gsx Techedu In | 14,839,335 | 44.33 |
| + BLDP | Ballard Power | 4,231,917 | 36.94 |
| + GSHD | Goosehead Insu | 2,744,324 | 35.41 |
| + CYRX | Cryoport Inc | 1,258,095 | 35.34 |
| + TWST | Twist Bioscien | 1,891,591 | 34.25 |
| + DOCU | DocuSign Inc | 35,048,384 | 33.72 |
| + VEEV | Veeva Systems | 36,125,680 | 32.74 |
| + AGIO | Agios Pharmace | 3,836,428 | 32.51 |
| + SLP | Simulations Pl | 1,098,062 | 31.99 |
| + TTD | Trade Desk Inc | 20,400,022 | 29.90 |
| + TWLO | Twilio | 32,541,084 | 28.12 |
| + AYX | Alteryx Inc | 11,471,762 | 27.66 |
| + TDOC | Teladoc Health | 15,552,488 | 26.76 |

Las oportunidades que estamos viendo son fruto del sentimiento tan polarizado del mercado. El dinero está inundando los sectores de moda y dejando de lado muy buenas compañías. Hay multitud de ejemplos y son compañías muy diversas. Algunas de ellas son compañías que se han vendido por ser españolas, otras por ser de mediana capitalización, otras por estar fuera de la temática ESG y otras que incluso cumplen esos tres criterios. En este último grupo se incluye por ejemplo la que gracias a las caídas experimentadas en los últimos meses se ha convertido en una de nuestras principales posiciones, **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. Cotiza por debajo de 13 euros por acción, menos de 10 veces los beneficios de 2019. Cotiza en España, pero factura alrededor del 90% en el extranjero. Tiene una ventaja importante y es que el coste de su producto para el cliente es una mínima fracción del precio final de venta (papel para cigarrillos, bolsitas para infusiones, embalajes, etc.) por lo que el potencial ahorro de buscar un proveedor algo más barato no compensa el riesgo de abandonar a Miquel y Costas, que lleva décadas demostrando su buen hacer. El presidente del consejo de administración, Don Jorge Mercader, controla cerca del 15% de las acciones y el resto del consejo aproximadamente otro 10%. Por tanto, la alineación de intereses del equipo gestor con los accionistas es muy elevada. Es una compañía que cumple con todos los criterios que pedimos a una inversión y con la paciencia debida, va a darnos grandes alegrías.

Muchas gracias por su confianza, especialmente en estos momentos tan inciertos.

Un cordial saludo,



Daniel Varela