

Concluye un año que pasará a la historia. Si hace doce meses alguien nos hubiese dicho lo que iba a ocurrir, tanto en la vida real como en esta fantasía que son los mercados financieros, no le habríamos creído. Hemos visto como nuestro modo de vida ha resultado radicalmente alterado y nuestras libertades restringidas hasta un punto imposible de imaginar antes de todo este lío. Un evento tremendamente sorprendente, que aún lo es más cuando vemos lo que ha ocurrido en los mercados. Tras un pánico coherente con la situación, donde vimos caídas verticales en los precios de las acciones, hemos asistido a una recuperación brutal. Los precios han subido en muchos casos hasta niveles incluso superiores a los que había antes de la pandemia, mientras que los beneficios empresariales ni en broma se van a aproximar a ellos. El motivo vuelve a ser, como ya es costumbre los últimos años, la intervención desmedida de los bancos centrales y sus flamantes impresoras. Los paquetes de estímulo se cuentan por trillones y no tengo pudor en decir que están inflando la que es, sin duda, la mayor burbuja de la historia. Y como toda burbuja, tiene dos características. La primera es que llegan más lejos de lo que la gente cree. La segunda es que siempre acaban pinchando. Siempre.

El fondo termina el año con un retroceso del 12.09% mientras que índices como el Eurostoxx 50 o el Ibex 35, han caído un 3.21% y un 12.7% respectivamente, ambos incluyendo dividendos. Los índices americanos, por el contrario, han vuelto a cerrar el año con notables ganancias. No es un resultado del que sentirse orgulloso, aunque destacamos la positiva evolución vivida en los últimos meses del año. En el último trimestre, mientras que el Eurostoxx 50 subía un 11.39% el fondo se revalorizó un 18.15% y la recuperación desde los mínimos de marzo ha sido superior al 43%. Creemos que este buen comportamiento de la cartera del fondo puede continuar y sobre todo creemos que tiene mucho menor riesgo que los valores de moda, que cotizan a unas valoraciones que nada tienen que ver con la realidad de los negocios subyacentes.

La cartera sigue cumpliendo con nuestro compromiso de diversificación y a cierre de año los países con mayor presencia son España, Alemania y Francia, con pesos del 30%, 16% y 15% respectivamente. Nótese que, aunque hay una gran presencia de compañías españolas, se trata de negocios con una gran presencia internacional y que realizan buena parte de su negocio en el extranjero. No somos nada optimistas con la economía española, pero vemos estas compañías como buenas oportunidades de inversión precisamente por eso, por la mala prensa que tiene España entre los inversores extranjeros. Más adelante veremos un ejemplo bastante claro con Zardoya Otis. Durante el cuarto trimestre hemos vendido nuestras posiciones en Arcelor, Galp, Publicis y Repsol. Hemos comprado acciones de Carrefour, Devro, Enagas, SAP y Mondadori, dando un perfil más defensivo a la cartera.

Da auténtico pánico tratar de predecir o adivinar lo que nos puede deparar el año que ahora comienza. El motor principal del mercado es a todas luces la intervención de los bancos centrales. Esto no solo es lamentable por la desigualdad que crea, ya que esta subida artificial del precio de los activos agranda la brecha entre ricos y pobres, sino que es muy peligroso, ya que la disociación entre la realidad y los precios crea unos riesgos muy relevantes. Siempre que hemos vivido situaciones como ésta, siendo la más reciente la famosa burbuja puntocom del año 2.000, al final ha habido llantos y rechinar de dientes. Es cierto que esta vez los bancos centrales no parecen estar por la labor de parar la música y prefieren dejar que la gente siga bailando, pero esto puede cambiar en cualquier momento. Que se lo pregunten a los que confiaron en el Swiss National Bank en enero de 2.015, si es que queda alguno vivo. Lo que está claro es que la divergencia entre lo caro o de moda y lo barato está en unos niveles disparatados. Es tarea imposible tratar de predecir el momento exacto en el que la tendencia se revertirá, pero nos parece prudente concentrar nuestras inversiones en los valores que han sido excesivamente castigados por el mercado. No significa que cualquier valor barato sea interesante, pero sí creemos que los que tenemos lo son y mucho. Por tanto, seguimos posicionados en valores a los que miramos como propietarios de un negocio, más que pendientes de su precio a corto plazo y evitamos por completo aquellas acciones cuya única razón para comprarlas es la esperanza de vendérselas aún más caras al que venga detrás. A estos niveles, la exposición neta al mercado está entre el 40 y el 50%. Si vienen caídas que nos permitan comprar con mayor margen de seguridad, iremos incrementando progresivamente. Es muy duro no disfrutar de la fiesta que estamos viendo en determinados sectores que, propulsados por las inyecciones desmesuradas de dinero de los bancos centrales, hacen que cualquiera parezca un genio de los mercados, pero honestamente creemos que no vale la pena perseguir una alta rentabilidad sin tener en cuenta los riesgos, y que una estrategia prudente va a dar un resultado mucho más satisfactorio en los próximos años.

Citando al profesor Damodaran, la valoración de una compañía atiende a tres factores: su capacidad de generar flujos de caja, el crecimiento de dichos flujos y la incertidumbre sobre su generación. Es importante indicar que actualmente la mayor parte de los que participan en el mercado no tienen ni la más remota idea de lo que están haciendo con su dinero y su aproximación tiene más que ver con la ruleta, o las apuestas deportivas, que con un análisis racional de cualquiera de esos tres factores, o algo que se le parezca. El resto de inversores puede dar mayor o menor peso a cada factor según sus preferencias. Hoy hay un claro sesgo hacia el segundo, el crecimiento, que tiene la ventaja de permitir construir un castillo tan alto como se desee sin necesidad de dar importancia a la realidad. Un caso extremo es la compañía Snowflake, que ha comenzado recientemente su andadura en bolsa. Actualmente ronda los 300\$ por acción, lo que le otorga una capitalización bursátil de unos 80.000 millones de dólares. Para este año espera unos ingresos inferiores a 600 millones y contempla pérdidas al menos para los próximos cinco años. En un modelo elaborado por Goldman Sachs, el analista espera para el año 2.032 un beneficio por acción de 1,21\$. Hablamos de

pagar hoy 250 veces los beneficios estimados de 2.032, en un contexto que no nos permite ni saber si este verano podremos ir a la playa.

Una de las temáticas en la que continuamos invertidos y con plena confianza es el uranio. Es una tesis muy interesante, donde observamos una gran asimetría a nuestro favor entre riesgo y recompensa. El precio del uranio se encuentra a unos niveles tan bajos que cada vez es más difícil encontrar oferta disponible. Tanto es así, que la mayor minera cotizada del mundo, Cameco, lleva unos meses con una mina cerrada porque prefiere acudir al mercado a comprar el uranio antes que extraer el suyo. Entre tanto, la demanda continúa aumentando y el número de reactores en proyecto apunta a que así siga. En la imagen siguiente, extraída de un artículo de Bloomberg del pasado octubre, se muestran las aspiraciones de China de cara al futuro:

ENERGY SOURCE	2025	2060	PERCENT CHANGE
Coal	2.86 billion tons of coal equivalent	110 million	-96%
Natural gas	560 million	140 million	-75%
Oil	980 million	340 million	-65%
Hydro	440 million	660 million	+50%
Biomass	110 million	220 million	+100%
Wind	240 million	1.07 billion	+346%
Nuclear	170 million	820 million	+382%
Solar	150 million	1.03 billion	+587%

Fuente: BBG

Como todos los datos que vienen de China, hay que cogerlos con pinzas, pero no parece que vayan a dar de lado a la energía nuclear. El mercado ha comprado la narrativa sobre el crecimiento que van a tener las renovables, cosa que no dudamos, y ha provocado que las cotizaciones de todo lo relacionado con el sector se disparen. En cambio, no presta ninguna

atención a la energía nuclear y a nosotros nos parece que jugará un papel importante en el futuro libre de CO2 que se está perfilando.

Zardoya Otis, una de nuestras principales posiciones, se dedica a la fabricación, instalación y mantenimiento de ascensores. Es el líder del mercado y tiene una cuota de mercado aproximada del 45% en nuevas instalaciones y un 25% en mantenimiento. Se ha visto impactada por la pandemia, pero en mucho menor medida que otros sectores, y prueba de ello es que su cartera de pedidos a cierre del primer semestre de 2.020 era un 11% superior al mismo periodo del año anterior. Creemos que el resultado del año 2.020 debería reflejar una ligera caída en ventas y beneficios, en ambos casos inferior al 5% respecto a 2.019. Cotiza a un PER próximo a las 18,5 veces, que nos parece atractivo dada la calidad y visibilidad del negocio. Aproximadamente dos tercios de la cuenta de resultados viene del mantenimiento, que es una actividad que aporta recurrencia y bajo consumo de capital. Además, tiene varios catalizadores para mejorar a corto plazo, como es el proceso de digitalización o la adaptación de ascensores antiguos a las nuevas normativas europeas. Asimismo, en España existen más de un millón de edificios antiguos sin ascensor. Esto, unido al envejecimiento poblacional, nos hace ser optimistas respecto a la parte de nuevas altas. En línea con lo que indicábamos antes sobre el desinterés en los activos españoles, observamos que Zardoya cotiza con un descuento enorme frente a sus comparables extranjeros. En la siguiente tabla elaborada por GVC Gaesco se observa claramente:

Company	Country	% % Change 3		Mean Net Debt/EBITDA 2020	Mean Sales 2020	Mean Sales 2021	Mean EBITDA Margin 2020	Mean EBITDA Margin 2021
		Change YTD	Months					
Schindler Holding / SWITZERLAND		1.7%	7.9%	-1.61 x	9,842.0	10,126.1	12.7%	13.8%
Kone Oyj Class B FINLAND		22.7%	16.0%	-1.25 x	9,881.4	10,404.9	14.4%	15.2%
Zardoya Otis, S.A. SPAIN		-25.8%	-16.9%	-0.11 x	797.8	816.5	26.0%	26.5%
OTIS USA			-0.7%	2.33 x	10,613.0	11,011.9	15.7%	16.2%

Source: Factset. GVC Gaesco Valores.

21/09/20

Company	Price as of	Company Market Cap.	Mean	Mean	Mean	Mean	Mean P/E	Mean P/E	Mean
			Ev/EBIT 2020	Ev/EBIT 2021	Ev/EBITDA 2020	Ev/EBITDA 2021	2020	2021	Net Div Yield 2020
Schindler Holding.	230.67	24,734	23.3 x	19.6 x	18.6 x	16.1 x	36.6 x	30.7 x	1.5%
Kone Oyj Class B	71.50	37,852	30.2 x	26.8 x	25.3 x	22.7 x	39.7 x	35.4 x	2.4%
Zardoya Otis, S.A.	5.21	2,451	13.4 x	12.8 x	11.7 x	11.2 x	18.3 x	17.4 x	5.7%
OTIS	50.58	21,910	16.8 x	14.8 x	15.5 x	13.7 x	26.0 x	23.8 x	1.2%

Source: Factset. GVC Gaesco Valores.

21/09/20

Adicionalmente, a comienzos del año pasado Thyssenkrupp vendió su división de ascensores a un grupo liderado por Advent, Cinven y RAG por 17.200 millones de euros. Esto supone

un multiplicador de 17,3 veces EBITDA para una compañía con un margen del 13%. Zardoya cotiza a menos de 12 veces EBITDA y sus márgenes son del 27%. Está claro que ser más pequeña y operar en un mercado local como el español tiene que conllevar cierto descuento, pero nos parece que el actual es claramente exagerado y presenta una interesante oportunidad. Zardoya no es un valor para dar el pelotazo y lo tenemos claro, pero nos parece que aporta mucha estabilidad y visibilidad a la cartera con una rentabilidad muy razonable en este contexto de tipos de interés nulos o negativos.

Aprovechamos para desearles un feliz año 2021 y que recuperemos la libertad y la normalidad de nuestras vidas lo antes posible.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,



Daniel Varela