

El segundo trimestre del año ha vuelto a ser positivo para el fondo, siendo la rentabilidad obtenida el **3,82%**. La rentabilidad acumulada en el año se sitúa en el **11,38%**. Los valores que más rentabilidad han aportado han sido **IPCO, Tarkett y Golar**. Los que más han restado han sido **FAES, Altri y Renault**. La exposición a renta variable continúa siendo moderada y la cartera sigue muy diversificada, tanto por países como por sectores y tamaños de las compañías. Continuamos viendo un mercado bursátil instalado en la complacencia y con unas valoraciones extremadamente caras en sectores como el tecnológico y especialmente en Estados Unidos. Estamos en una fase especulativa donde es rara la semana en que no aparece alguna empresa que sube desbocada sin ninguna justificación fundamental. ¿Por qué sube? Porque nadie vende. ¿Por qué nadie vende? Porque sube.

Durante el trimestre hemos hecho varios movimientos en la cartera. Por el lado de las ventas destacan dos voluntarias y una forzosa. Las voluntarias son las acciones de los dos operadores de las redes de distribución de energía españolas, **Red Eléctrica y Enagás**. Ambos son negocios bastante sencillos de entender y su principal riesgo es regulatorio. Ambas se compraron a buenos precios y se han vendido con beneficios, especialmente Enagás. El motivo de la venta es que cuando lanzamos el fondo decidimos autoimponernos un límite de inversión del 30% en un mismo país y en el caso español estamos ahí, por lo que hemos tenido que hacer hueco para las nuevas entradas que más adelante comentaremos.

La otra venta, la compañía francesa **Tarkett**, es una vieja conocida nuestra. La incorporamos al fondo por primera vez en el segundo trimestre de 2018 y luego la tuvimos de nuevo durante unos meses en 2019. El pasado mes de marzo volvimos a comprar sobre los 12,80 euros por acción, precio que nos parecía tremendamente atractivo. El 23 de abril, el principal accionista de la compañía lanzó una OPA por el total de las acciones que no controlaba. El precio de compra fue de 20 euros por acción. No es la primera vez que nos ocurre en el fondo y es un hecho que hace reflexionar sobre el mercado. En este caso concreto hemos tenido la suerte de haber recibido la oferta de compra al poco tiempo de entrar, pero casi nunca suele ser así. Es muy duro estar invertido en compañías a las que nadie hace caso pero al final, tarde o temprano, el valor acaba materializándose. Aunque casi siempre es buena noticia recibir una oferta de compra de este tipo, hay veces que ocurre lo contrario. Aunque estos procesos son voluntarios, en el fondo es complicado no acudir a ellos. Mucha gente ve que la oferta supone una prima notable respecto al precio del día anterior y suele aceptar, vendiendo sus acciones a alguien que se las va a quedar indefinidamente, reduciendo así la liquidez del valor y quedando fuera del radar de todos los inversores. En esas condiciones no es deseable estar, por lo que no queda más opción que pasar página. En este caso concreto el precio ha sido razonable, pero no siempre es así. Como ya es sabido, una de nuestras principales posiciones es Miquel y Costas. Creo firmemente que su valor está más cerca de 30 que de 20 euros por acción y actualmente cotiza a 16. Es un valor pequeño, poco líquido, sin deuda y con un consejo de administración y familias fundadoras que controlan buena parte de las acciones. Están todos los ingredientes para que hagan la misma maniobra que Tarkett y nos arranquen las acciones de las manos a un precio que esta vez puede quedar muy por debajo del que consideramos justo.

Por el lado de las compras, ha sido un trimestre con bastante movimiento. Las compañías de crecimiento o *growth* nos parecen tremendamente caras. Muchas de ellas son grandes compañías y con muy buenas perspectivas por delante, pero vemos que los precios a los que cotizan dificultan mucho que sean también buenas inversiones. Ya lo hemos comentado varias veces en cartas anteriores, con casos destacados como Sun o Cisco Systems. Incluso un accionista que comprase Microsoft en 1.999 podría dar fe de ello, puesto que hicieron falta más de 15 años para que recuperase su dinero y por el camino las pérdidas latentes llegaron a superar el 75% de su inversión. No cabe duda que

estamos ante un sector que, por definición, va a cotizar siempre caro respecto de las métricas tradicionales, pero por fin hemos encontrado en él lo que parece ser una buena oportunidad. Hemos comprado acciones de **Alibaba**, el gigante tecnológico chino. La compañía tiene presencia en muchos sectores, pero destaca el e-commerce, siendo líder en China, y la famosa *computación en la nube* que es el segmento de más rápido crecimiento y que posee más de un 40% de cuota de mercado en China. Tomando los datos publicados al cierre de marzo de 2020, para dejar de lado el efecto Covid-19, se observa que en los anteriores cinco años la compañía multiplicó sus ingresos por seis y el beneficio por acción por más de cinco. Estas compañías con crecimientos tan rápidos, reinvierten gran parte de lo que generan y aún así presenta un flujo de caja libre más que razonable. La compañía marcó su máximo histórico en octubre a 319\$ por ADR mientras el índice Nasdaq 100 estaba a 11.600 puntos. Hoy cotiza a 210\$ y el Nasdaq a 14.800, lo que supone una diferencia relativa de casi el 50%. Dicho de otro modo, para volver al ratio anterior las acciones de Alibaba tendrían que prácticamente doblar su precio actual respecto del índice. Las caídas que ha sufrido el valor no tienen nada que ver con la evolución de su negocio, que como hemos comentado es excelente. El causante no ha sido otro que el gobierno chino, que bloqueó la salida a bolsa de la filial Fintech de Alibaba, ANT Group, y ha endurecido su política antimonopolios, poniendo de manifiesto la capacidad de control que tiene sobre las empresas de su país. Además, la SEC ha amenazado a varias compañías chinas cotizadas en Nueva York con no permitirles cotizar allí si no le dan acceso a sus informes de auditoría. Estos focos de incertidumbre son los que han propiciado las caídas y nos han brindado la oportunidad de comprar a unos precios razonablemente atractivos y que presentan un potencial de revalorización enorme para los próximos años.

Gestamp es otra compañía que ya estuvo presente en la cartera con anterioridad. 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 los cambios que tiene que afrontar el sector. 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 cien plantas productivas repartidas por más de veinte países. Entre sus clientes están los principales fabricantes mundiales, con los que Gestamp participa en la fabricación de más de novecientos modelos distintos. El día 15 de junio asistimos a su *Capital Markets Day*, donde presentaron con detalle la situación de la compañía y sus expectativas. Reiteraron sus objetivos para este año, dieron previsiones para 2022 (con incrementos del beneficio superiores al 30% respecto a 2019) y apuntan a crecimientos por encima del mercado para el medio plazo. Gestamp y CIE Automotive, también en cartera, son nuestras favoritas dentro del sector.

Hemos acudido a la OPV de **Acciona Energía**, la filial de energías renovables de Acciona. Es una compañía que opera en un sector muy apreciado por el mercado y con buenas perspectivas de crecimiento para la próxima década. El plan de Acciona siempre ha sido vender una parte pequeña y seguir siendo el accionista mayoritario. Inicialmente planteó vender un 25% para posteriormente reducirlo al 15%. Viendo la reducida oferta y el descuento en precio sobre sus pretensiones iniciales y tras asistir a varias presentaciones con la compañía, nos quedó claro que no podían permitirse titulares con bajadas de la cotización los primeros días, como así ha sido. Hemos reducido la posición

inicial, que era demasiado grande, pero continuamos invertidos. A pesar de las subidas, la compañía cotiza aún con un notable descuento contra su homóloga portuguesa, EDPR.

Technip Energies es el resultado de un *spinoff* o escisión llevada a cabo el pasado mes de febrero por parte de TechnipFMC. Es una compañía de ingeniería y tecnología orientada a la transición energética. Su actividad abarca gas natural licuado, hidrógeno, biocombustibles o gestión de CO₂. Opera en 34 países y tiene más de 15.000 empleados. La compañía presenta un balance cómodo, puesto que no tiene deuda y además trabaja con capital circulante negativo, por lo que la rentabilidad sobre el capital empleado es interesante, rondando el 14%. Como lleva poco tiempo cotizando, no está aún en el radar de muchos inversores. Esperamos que, a medida que pase el tiempo, esta situación se corrija y la cotización refleje mejor el valor que estimamos para la compañía, muy superior a nuestro precio de compra.

Para este trimestre que ahora comienza, no tenemos una visión muy distinta de la que hemos venido comentando desde hace ya (demasiado) tiempo. Es agotador repetir día tras día lo mismo, pero seguimos viendo un mercado muy incómodo. Las valoraciones en los grandes valores de moda son absurdas por muy bajos que estén los tipos de interés y ya solo se sostienen si uno piensa que vendrá alguien detrás a comprar las cosas aún más caras. *The Greater Fool Theory*. No tenemos duda de que eventualmente este desfase se corregirá y va a enseñar a más de uno una lección que no olvidará. Aunque es difícil acertar el momento exacto, parece difícil que la situación se alargue mucho más y en un contexto como el actual cabe preguntarse ¿Qué es más peligroso en una guerra, confundir un árbol con un enemigo o un enemigo con un árbol? El primero se lleva un susto. El segundo no lo cuenta. Entre tanto seguimos estando muy cómodos con la cartera que tenemos, que no se ha comportado ni de lejos con la exuberancia del resto. Puede que no sean valores glamurosos o que incluso se puedan considerar aburridos, pero nos ofrecen un compromiso insuperable entre rentabilidad y riesgo.

Muchas gracias por su confianza.

Una cordial saludo,



Daniel Varela