



Carta Q3 2018 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

En el tercer trimestre de 2018 True Value ha obtenido una rentabilidad negativa de 1%. La rentabilidad acumulada desde inicio ha sido del 78%. Sin embargo, posteriormente al cierre de trimestre, los mercados han experimentado una fuerte corrección y este Octubre ha sido el peor desde hace 30 años. Seguimos siendo positivos con la renta variable y el fondo está usando su liquidez para aumentar posiciones o vender aquellas que mejor lo han hecho para aprovechar las nuevas oportunidades que arroja el mercado.

El tercer trimestre ha estado marcado por el impacto de las tarifas de Trump, las subidas de tipos de interés y los problemas en la Eurozona (Brexit e Italia). Según el comportamiento que están teniendo ciertos sectores (constructoras, sector auto, materiales, cíclicas...) el mercado descuenta una nueva recesión, evento que consideramos poco probable con los indicadores Macro actuales.

En los últimos años después de la crisis, se pusieron muy de moda los “risk parity funds” o los fondos mixtos ya que prometían un “riesgo” menor ya que parte de la cartera está en bonos y otra parte en acciones. Al haber funcionado bien la Renta fija los últimos 10 años y la RV estos fondos han tenido una volatilidad muy baja y rentabilidad elevada, por eso han atraído mucho capital. Lo que está sucediendo ahora es que al caer la Renta fija y Variable a la vez, la volatilidad de estos instrumentos aumenta mucho y las salidas de capital son altas y además algunas de esas carteras de gestión automatizada o cuasi-automatizada interpretan que cuando cae la RF y RV a la vez el riesgo aumenta mucho la mejor decisión es ponerse en liquidez o en situaciones muy líquidas, esto acelera las ventas de ambos activos y se crea así un círculo vicioso.

Este efecto técnico de mercado, unido a la narrativa de que se avecina una recesión hace que la gente haya vendido de forma más intensa las pequeñas y medianas empresas, que son el principal activo de True Value. La creencia generalizada es que las pequeñas empresas equivale a riesgo y ahora la gente no desea riesgo. Esa venta se ha hecho sin atender a fundamentales.

Un ejemplo en cartera, es el comportamiento de una empresa como AerCap, es una empresa grande, líquida y que en anteriores caídas ha sido siempre muy castigada (como es lógico ya que posee deuda y es una financiera), pero en esta caída ha caído menos que el mercado. Sin embargo una empresa pequeña como Groupe Open que es un negocio altamente predecible y que no sufre en la crisis, ha caído desde Mayo un 50%, los fundamentales siguen siendo iguales, no tiene deuda, el sector crece y está bien gestionada. Esta dicotomía de mercado está creando oportunidades muy interesantes para el inversor a largo plazo.

Cartera de True Value.

Durante el trimestre las empresas en cartera han seguido reportando resultados en línea con lo previsto.

El fondo ha incrementado su posición en Premium Brands por debajo de los 90\$, es una empresa de la que ya hemos comunicado en anteriores cartas y que ha dado muchas alegrías a los partícipes de True Value desde que entró en cartera a 30\$ en 2015. Ha corregido un 30% en bolsa por razones de muy poco peso que apenas le afectan, sigue siendo una empresa muy bien dirigida, con un producto muy defensivo y que seguirá generando valor en los próximos 5 años, no es la empresa más barata del fondo pero su alta predictibilidad, su oportunidad de crecimiento y su equipo gestor hacen que esté en el Top 3.

También se ha incrementado la posición en International Petroleum. Al mercado no le ha gustado la última adquisición en acciones de Black Pearl. Pensamos que en un sector como oil&gas no es buena idea apalancar la empresa, por este motivo lo vemos ok. Se ha producido una situación técnica de mercado donde al poco de anunciar la adquisición los mercados empezaron a caer. En estas situaciones donde pagas con acciones, los accionistas de Black Pearl suelen ponerse “cortos” de IPCO para así “bloquear” su precio de OPA, si tenemos en cuenta que IPCO va a emitir 80 millones de acciones este aluvión de cortos sucede en un mercado bajista, podemos encontrar una situación como la actual, donde el barril de Brent sube a máximos y la empresa baja hasta una valoración de 4x veces FCF de 2018 y 3x veces FCF de 2019. Esta nueva adquisición hace que aumenten las reservas a 20 años y tiene unos costes de extracción de tan solo 10\$ por barril. Otra razón de la bajada es la situación temporal del petróleo tipo WCS (Western Canada Select) que cotiza a 20\$, si ha leído bien, petróleo a 20\$. Parte de los activos de IPCO están en Canadá e históricamente este petróleo de algo peor calidad ha cotizado con un descuento de unos 15\$ respecto al WTI, pero ahora el descuento es de 45\$ por factores coyunturales en nuestra opinión. Primero se va a completar el oleoducto Enbridge/Keystone en 2019, lo cual aliviará los cuellos de botella en el transporte, en el último mes varias refinerías de WCS han estado en mantenimiento, lo cual aumenta el cuello de botella, pero también en algo temporal. Y tercero se ha mejorado las líneas de transporte por tren. IPCO tiene el componente de materias primas que no nos gustan mucho en True Value, pero el precio actual y las razones de su caída nos hacen pensar que es buena oportunidad.

El fondo también aumentó posiciones en Silicom a niveles de 37\$, una vez despejadas las incertidumbres a corto plazo pensamos que la empresa vale el doble a 3 años vista, no tiene deuda, cotiza a menos de 10 veces beneficios de 2019, va a crecer a doble dígito y su sector está en muy buena forma.

Durante el trimestre el fondo inició una posición media en Econocom, empresa que ya ha estado en el pasado en el fondo y que dio buenos frutos. Es buen negocio que incluso en 2008 mantuvo su rentabilidad. Tras una rebaja de previsiones las acciones bajaron de casi 8€ a

niveles de 2,50€, el fondo tiene un precio medio de 2,85€. La familia posee más del 35% de las acciones y desde la última caída han estado recomprando acciones de forma agresiva, la cifras del 3er trimestre confirmar que la empresa vuelve a crecer en todas sus líneas de negocio. Cotiza a PER 7,5x y si las expectativas para 2019 se cumplen estaría a PER 6x. Históricamente ha cotizado a PER 15x. La empresa tenía un objetivo muy ambicioso para finalizar 2017 su plan a 5 años y adelantó contratos para tratar de alcanzarlo, no es deseable pero es entendible dado que su fundador se jubilaba ese mismo año y quería salir con la cabeza alta. Esto provoca que la rentabilidad del primer semestre de 2018 fuera inferior a la esperada.

Dentro de las reducciones o salidas tenemos a Willdan que ha bajado su peso del 3,5% a menos del 1,8%, por el buen desempeño que tuvo desde niveles medios de compra a 22\$. Seguimos siendo optimistas a largo plazo pero es razonable vender algo para invertir en posiciones afectadas por la volatilidad.

En Facebook también vendimos gran parte de la posición a 180\$ después del profit warning y el guidance de reducción de resultados a largo plazo. Habíamos iniciado la posición a un precio medio de 160\$. Pensamos que valorando la empresa con el nuevo guidance el potencial era más ajustado. Ahora que ha bajado a 145\$ el potencial es más elevado si establecemos un valor objetivo a 2 años de 200\$, de ahí que sea candidata a volver a aumentar su peso en cartera.

En Protector también vendimos toda la posición aprovechando el tender offer a casi 60NOK. Esta inversión puede haber sido un error, ya que no esperábamos que los fundamentales se deterioraran tan rápido después de un track-record estelar en los últimos 12 años. El fondo inició su posición a 75NOK, después vendió a niveles de 90NOK, redujo algo más a 70NOK y finalmente salió a 60NOK. La minusvalía permanente es alrededor del 20%. Como siempre decimos, no somos infalibles y nos equivocaremos muchas veces en el futuro lo importante es ser flexible para cambiar de opinión, que sean posiciones manejables y aprender de los fallos. Mantenemos la empresa bajo el radar por si soluciona sus problemas.

El resto de las posiciones del fondo en UK, Asia y Canadá han evolucionado sin problemas a pesar de que también han bajado en bolsa. Las pequeñas acciones Francesas han corregido hasta niveles muy atractivos y de media las posiciones del fondo en este mercado cotizan a 9x beneficios. Todas esas acciones son buenos negocios, sin apenas deuda y con los gestores alineados (Umanis, Groupe open, Figeac, PSB industries, Keyrus, Precia, Groupe Guillin, Neurones...)

La valoración que han alcanzado alguna de nuestras inversiones en Small y midcaps es llamativa. Por ejemplo Groupe Open, es un negocio que con muy alta probabilidad no pierde ingresos en una crisis ya que es un coste inelástico para sus clientes. La empresa tenía un plan de crecimiento muy alto a base de adquisiciones, pero como los precios subían decidió (lógicamente) posponer esos planes, mientras tanto la empresa produce 20m al año de beneficios y esa cifra va ir subiendo los próximos 5 años. La empresa capitaliza 165m, tendrá a final de año unos 30m en caja (autocartera y caja neta), si en 5 años va a generar 100m en beneficios, estamos pagando un precio neto ahora mismo de 35M por un negocio que estará

generando seguramente más de 25m€ en beneficios dentro de 5 años, lo cual equivale a PER 1,5x, es una valoración tan ridícula a largo plazo, que si uno se sienta a esperar, se aísla del mercado y ve de verdad el largo plazo, la recompensa es muy alta con un riesgo muy bajo. Haciendo una valoración de 5 minutos muy conservadora a PER 10x (muy por debajo de la media histórica y del mercado) más la caja de 130m en 5 años, equivale a un precio de 45€ ,contra 19€ de cotización, eso es una tasa de retorno anual del 16%, con bajo riesgo y además cumple el criterio de True Value de rendimientos de doble dígito.

Este ejemplo demuestra porque la inversión en Renta variable ha de verse a 5 años vista. Si además uno es capaz de aislarse del ruido de mercado/volatilidad a corto plazo la inversión a largo plazo puede ser muy recompensante.

Umanis opera en un sector similar a Groupe open, el sector se espera que siga creciendo sin lugar a dudas. La empresa ha manifestado su objetivo de crecer a más del 10% anual, con baja deuda y los últimos resultados confirman un crecimiento del 13% anual. Dentro de 3-5 años los beneficios netos con un crecimiento del 12% anual deberían ser iguales a 30m al año, lo cual valorado a un PER de 15x (valoración conservadora) equivale a un valor por acción de 25€, más del triple de la cotización actual. Aunque el crecimiento fuera cero, como en el hipotético caso de Groupe open, simplemente a base de generar caja la empresa en 5 años tendría un valor neto de 45m, generando 16m en beneficios, un PER 3x, serían una valoración insostenible y una valoración donde el equipo directivo ha demostrado estar dispuesto a hacer recompra de acciones, es otra inversión donde esperamos retornos superiores al 15% a largo plazo. Al mercado le preocupaban dos factores del sector la subida de salarios y el precio de las adquisiciones. La subida de salarios es neutra dado que las empresas suben el precio a sus servicios porque hay más demanda, si esa demanda se frena en el futuro, los salarios bajaran.

El segundo factor se debe a que muchas empresas del sector crecían por adquisiciones, es cierto que ha subido el precio de estas, pero es curioso que ahora las empresas cotizadas cotizan más barato que las privadas (a pesar de ser más grandes y diversificadas). Este factor de las adquisiciones, es importante para las grandes empresas que están haciendo adquisiciones a más de 9x EV/EBITDA, pero una pequeña empresa como Umanis, Devoteam ó Groupe open aún tienen pequeñas empresas que pueden comprar a 5x-6x EV/EBITDA.

El fondo sigue añadiendo acciones de forma oportunista en todas estas acciones, ya que pensamos que reúnen muchas características deseables y proporcionan un rendimiento óptimo con bajo riesgo.

KLX Energy

Durante el tercer trimestre el fondo ha estado activo en una nueva situación especial, la spinoff de KLX Energy.

KLXI era una empresa con dos divisiones, una de aviación que suponía un 80% de la empresa y que ha sido vendida a Boeing y la otra de servicios en el sector de oil&gas que supone un 20%. Dado que el comprador Boeing no tenía ningún interés en el sector del petróleo la directiva decidió hacer este spinoff a la vez que se producía la venta del otro negocio. El equipo directivo detrás de KLX Energy tiene uno de los mejores track records de la industria. El señor Amin Khoury fundó B/E Aerospace hace más de 30 años y bajo su tutela de crecimiento orgánico y sobre todo por fusiones y adquisiciones pasó de 3m\$ en ventas y un solo producto a una empresa con 3.500m\$ en ventas, culminando con la venta de su división KLX Aerospace por 3.200M\$. La spinoff presenta muchas características deseables. Primero el negocio de KLX Energy, no tiene nada que ver con el principal de la empresa, esto provoca venta forzada de fondo u etf's. El tamaño de KLX es mucho más pequeño que el de la empresa padre, esto también crea un precio atractivo. Tercero, La división de Energía de KLX comenzó en 2013 su andadura por iniciativa de Amin que venía un mercado potencial muy grande y que podía ser perfecto para crecer por adquisiciones.

En las spinoffs es muy importante mirar los incentivos de los promotores/gestores. En el caso de KLX Energy no pueden ser mejores ya que el equipo directivo va a tener un sueldo fijo de 0\$ y prefiere cobrar toda su remuneración en acciones, un voto de confianza importante pensamos. Además el equipo actual se ha encargado de que el spinoff salga a cotizar con una importante situación de caja neta, para poder empezar fuerte con las adquisiciones. Han tardado menos de 1 mes en anunciar la primera por 130m\$ a 3x EV/EBITDA (un precio realmente atractivo), ya que todo el sector está altamente endeudado su posición de caja neta les está permitiendo firmar esta clase de acuerdo de manera oportunista. La empresa además parte con unas ventajas fiscales que van a hacer que pague menos impuestos durante los próximos 11 años, estas deducciones son de casi 400M\$, lo cual no está nada mal para una empresa que capitaliza 600M\$.

El negocio de KLX Energy es indispensable para sus clientes. Básicamente se divide en 3 líneas de negocio. Primero, Completions (servicios auxiliares para completar la primera perforación de un pozo). Segundo, Interventions (básicamente es un servicio 24h para solucionar cualquier problema que pueda surgir en un pozo de petróleo), es un servicio recurrente ya que no depende de la actividad de perforación. Tercero, Production (Servicios de soporte a la producción de petróleo, se caracteriza por ser un servicio recurrente).

La parte negativa es que parte de los ingresos de la empresa dependen del número de nuevos pozos que se inician. Esto provoca que el negocio a pesar de ser bueno, indispensable y tener los márgenes más altos que la industria, tenga ciclicidad. Esto hace que sea prudente



tomar una posición media. La recuperación de las inversiones en Petróleo y Gas es favorable, la baja deuda de la empresa también mitiga el riesgo.

La empresa cotiza a 4,5x EV/EBITDA después de la última adquisición, mientras que otras empresas con más deuda y con buena posición en el sector cotizan a 8x-10x EV/EBITDA de media (Schlumberger, NationalOilwell Varco, Halliburton). Incluso empresas con menor escala, 3 veces más de deuda, peores márgenes y peor equipo directivo cotizan a niveles de 6x EV/EBITDA. Por este motivo pensamos que las acciones valen el doble a día de hoy. Si los precios actuales del petróleo se mantienen por encima de 55\$, el valor a 3-5 años es varias veces el actual. En un escenario por debajo de 50\$ las acciones sufrirían en bolsa, por ese motivo tenemos otras inversiones en el fondo que se benefician de precios del petróleo bajos.

Un cordial saludo, y **piensen de forma independiente.**

Asesores de True Value FI: Alejandro Estebaranz Martín y José Luis Benito Corres.