



Carta Q4 2018 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

En el año 2018 True Value ha obtenido un rentabilidad negativa de 20,6%. La rentabilidad acumulada desde inicio hasta el momento de escribir esta carta (1 Febrero 2019) sido del 53% neta de comisiones. Sin embargo, posteriormente al cierre de trimestre Q4 los mercados han experimentado una recuperación importante.

El último trimestre de 2018 fue muy volátil y marcó el peor trimestre de True Value desde que inició su andadura hace 5 años. La FED desencadenó el pánico a principios de Octubre manifestando que los tipos de interés estaban muy lejos de su punto óptimo; esto unido a la guerra comercial, Brexit, Italia y algunos datos macro débiles propiciaron una caída superior al 20% en los índices, este movimiento fue incluso más violento en valores de pequeña y baja capitalización que es el principal foco de True Value.

La FED siendo consciente de su error, ha moderado su tono para 2019 lo cual ha provocado un fuerte rebote en los mercados. Por otro lado, la guerra comercial parece que tendrá fin en 2019. Y respecto al Brexit pensamos que se acabará llegando a un acuerdo y que las idas y venidas actuales son parte de la negociación habitual.

Las correcciones en los mercados financieros son una característica y no una anomalía.

El título anterior es importante tenerlo presente para invertir con éxito a largo plazo en los mercados financieros y poder disfrutar de las mieles del interés compuesto a tasas superiores al 8% anual. Esta expectativa de retorno no está disponible en otros activos como pueden ser la renta fija.

La renta variable tiene su peaje en forma de volatilidad y el mercado pondrá a prueba al inversor constantemente como ha sucedido en el Q4 de 2018. Las cifras son demoledoras, en Diciembre 2018 hubo más de 100B\$ de salidas de capital en renta variable americana, cifra solo equiparable a la crisis del 2008. Incluso en Enero de 2019 con los rebotes en el mercado las salidas de capital han continuado siendo de 13B\$ en el mes. Esto contrasta con las entradas positivas de más de 150B\$ en Enero de 2018 cuando los mercados no paraban de subir y los activos estaban más caros. El nivel de exposición a renta variable ha bajado a niveles de 2011-2012 donde las valoraciones también eran muy atractivas pero había miedos como en la actualidad.

Volviendo a nuestro tema de las caídas en los mercados. Si uno observa cualquier gráfico de un índice bursátil o de una acción en particular se dará cuenta de que no sube en forma de línea recta. Por alguna extraña razón el ser humano cada vez que compra un índice,



fondo o acción piensa que el precio de compra es el punto de despegue y que su rentabilidad no va a ser negativa durante el camino. Los problemas llegan cuando no se cumple esa expectativa alcista. El ser humano tiende a responder con miedo a esta nueva realidad que no había considerado y la forma más fácil de liberar esa presión es vender. Se pueden buscar justificaciones macroeconómicas, microeconómicas, de gestión de cartera o de estilo de inversión, pero el subyacente de esa decisión es el miedo.

Los próximos 5 años

Como ya hemos comentado alguna vez en True Value es un fondo para aquellos inversores que tienen una visión a largo plazo.

En la segunda semana de Enero True Value cumplió 5 años desde su inicio habiendo obtenido una rentabilidad anualizada del 8,90% neta, siendo nuestro objetivo rentabilidades de doble dígito. Ha sido un viaje estupendo y estamos enormemente agradecidos a los partícipes de True Value que han construido este proyecto ya que sin inversores entusiastas no podrían existir fondos que hagan las cosas de forma diferente a como estaba establecido en la industria.

True Value cuenta con una base de inversores excelentes que han interiorizado los párrafos arriba descritos, algunos vaticinaban el fin de True Value cuando hubiera caídas del 20% porque según decían el inversor medio de True Value es minorista y “dinero caliente”. La realidad es solo un 10% de los inversores han decidido mover su capital. True Value es un vehículo para el pequeño inversor, que entiende la inversión a largo plazo.

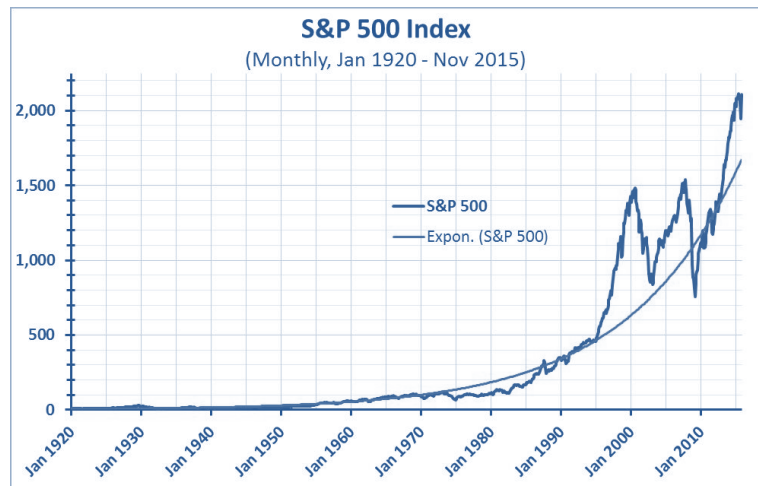
No sabemos que deparará el próximo año, pero estamos seguros de que los próximos 5-10 años serán alcistas en bolsa. En True value seguiremos comunicando lo que hacemos con entusiasmo, comprometidos con el fondo (financiera, laboral y emocionalmente). Lo único que recomendamos es que el inversor que decida invertir reevalúe su inversión cada 5 años y que compare con otras alternativas, nosotros pondremos toda “la carne en el asador” para que True Value sea una de las mejores alternativas posibles en ese tiempo de maduración.

¿Está cara la bolsa?

Comúnmente se cita a “expertos” que vaticinan el próximo gran crash. Estos mensajes no son nuevos. En 2014 cuando el fondo inició su camino escuchábamos los mismos mensajes y según decían no era un buen momento para empezar un proyecto como True Value, ya que veníamos de dos años muy alcistas 2012 y 2013 y el mercado estaba claro que iba a corregir. 5 años después el S&P500 ha pasado de 1.900 puntos a 2.700 puntos, True Value por su parte ha pasado de 10 euros por acción a más de 15 euros por acción. Dichos expertos acertaron pero con 5 años de retraso ya que el primer mercado bajista desde 2011 ha sido en 2018. Esto demuestra que el coste de oportunidad es enorme. Si el S&P 500 volviera a niveles de 1.900

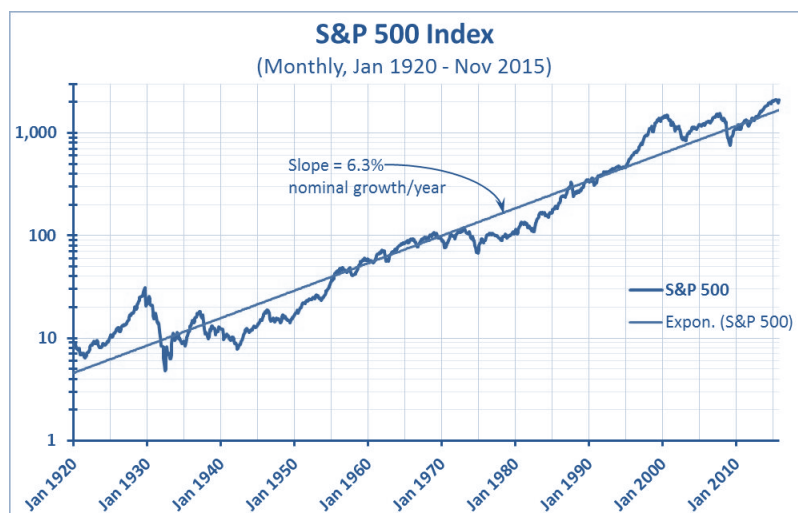
puntos sería una oportunidad excelente, lo cual demuestra lo peligroso de hacer caso a supuestos gurús.

Si uno observa este gráfico del S&P500 podría llegar a pensar que es un comportamiento de burbuja y que en los últimos años la volatilidad ha aumentado de forma significativa



Pero si aplicamos un pequeño cambio y vez de una escala linear usamos una escala logarítmica conseguimos que un movimiento en el índice del 40% en el año 72-74 tenga la misma magnitud en el gráfico que uno del 40% en 2000-2002 ya que la imagen anterior está bajo el efecto de la capitalización compuesta.

El resultado es bien diferente. Podemos observar periodos de alta euforia como el de 1995 a 2000 o el de la década de los años 20, pero salvo esos periodos el mercado está en su senda alcista normalizada del 6% nominal





En los últimos 70 años la inversión value siempre ha protegido al inversor de grandes pérdidas (superiores al 40%). Solo ha habido una excepción y ha sido el 2008-2009, por cuestiones de liquidez de mercado, pero incluso en ese periodo, 4 años más tarde el inversor ya había recuperado su capital. En la crisis del año 2000 el value no sufrió ya que se basa en invertir a precios razonables, lo mismo sucedió en el periodo de los años 70 con la burbuja de las nifty fifty (empresas de calidad cotizando de media a 40-50 veces beneficios), aquellos inversores value que no participaron en aquella locura salieron bien parados. Después ha habido correcciones puntuales como la del 1987, 1990, 1998, 1997, 2011, 2018... pero son episodios clásicos de pánico temporal que al cabo de 12-24 meses se habían olvidado. El estilo de inversión value es una forma invertir prudente y mientras se practique con una cartera conservadora, diversificada de buenos negocios, con poca deuda y a precios razonables, proporcionará buenos resultados.

De las tres grandes caídas en bolsa de los últimos 70 años podemos deducir que dos de ellas se podían evitar simplemente invirtiendo a precios razonables. La caída del mercado japonés es otro claro ejemplo donde en los años 90 el índice llegó a cotizar a 90 veces beneficios, esto originó severas pérdidas para la mayoría de inversores que decidieron participar en dicha locura, incluso hoy 30 años después el mercado japonés apenas ha vuelto al nivel anterior contando los dividendos.

Actualmente el mercado Americano cotiza a unas 15x veces beneficios de 2019 y el europeo a 13x, estando por debajo de media histórica. La cartera de True Value cotiza por debajo de su media histórica.

Cartera de True Value

Siguiendo con la dinámica que iniciamos hace varios trimestres hemos realizado un webinar con la principal información del trimestre así como las preguntas de partícipes.

Link del video → <https://www.youtube.com/watch?v=DL8ncoxlgg4>

Alternativamente se puede encontrar el video en Youtube buscando por “Repaso Q4 2018 True Value”.

En el video comentamos:

- Lo que ha sucedido en los mercados.
- Inversiones que han funcionado bien durante el año.
- Aquellas que han tenido revisión a la baja de previsiones.
- Errores de inversión.
- La cartera actual y sus previsiones para futuro.
- Preguntas de inversores.

Este año los errores de inversión (Taptica, Mondo, Protector...) han costado un 4%-5%, cuando lo normal en años anteriores ha sido del 1%-2%. En la primera parte del video ampliamos más acerca de estos fallos.

La cartera actual de True Value nunca ha cotizado tan barata de media. Está a 8x veces beneficios, con un crecimiento esperado del 10%-12% para los próximos años y con un ROCE del 20%. Esto compara positivamente contra los índices que se encuentran cotizando a 15x beneficios, se espera un crecimiento de beneficios del 5% y el ROCE medio de la bolsa es del 14%.

Francia está en venta

En esta sección solemos describir una de las inversiones del fondo en profundidad. Esta vez vamos a hablar de varias empresas en las que el fondo ha invertido.

Como ya hemos comentado en el pasado, el índice de pequeñas compañías de Francia ha caído con fuerza siendo uno de los más castigados de Europa. Desde máximos de 2018 a mínimos de Diciembre de 2018 el índice cayó un 33% y a pesar de haber rebotado acumula pérdida del 27%. Cuando suceden caídas de este calibre es buen caldo de cultivo para la inversión en valor. Desde el inicio del fondo siempre nos han gustado mucho estas pequeñas empresas francesas ya que se pueden encontrar buenos negocios, con poca o nula deuda, con un dueño de referencia y bien gestionadas. De hecho el índice small cap de Francia ha proporcionado un retorno del doble que su homólogo de grandes empresas el CAC 40 en los últimos 25 años.

Estas empresas de Francia tienen la desventaja de su baja liquidez y que cuando se presentan oportunidades de compra no siempre se puede comprar lo que se desea.

La ventana de compra surgió a finales de Diciembre y principios de Enero. El fondo estuvo acumulando paquetes de acciones en varias empresas que ya conocíamos.

En primer lugar tenemos a **Infotel**, empresa de servicios IT que ya estuvo en 2015 cuando el fondo compró a 27€, posteriormente vendió a 45€. Ahora, 3 años después la empresa ha seguido generando valor y el fondo compró de nuevo a 36€. Tienen el plan de doblar su beneficio a 2022. Ha crecido consistente de forma orgánica desde su fundación. Está muy bien gestionada con una management totalmente alineado. Tiene una gran posición de caja y el negocio es muy resistente a las crisis. Para final de 2019 tendrá unos 90m en caja y capitaliza 250m. De esta forma estamos pagando solo 160m netos por un negocio que producirá un beneficio de unos 16-18m en 2019 y de 20m para 2020. Este precio representa tan solo 6x EV/EBIT y PER 8x de 2020 (quitando la caja). Las transacciones privadas de este tipo de empresas rondan el doble de múltiplo y recordemos que la empresa cada año que pasa está más barata porque sigue creciendo y generando valor. Además es un negocio con un alto

ROCE que le permite crecer a ritmos del 10% anual generando mucha caja por su baja necesidad de reinversión.

En segundo lugar está **Aubay**, mismo sector y tipo que empresa que Infotel. De hecho podríamos aplicar lo anterior. Bien gestionada, dueños alineados y resistentes a crisis, también tiene posición de caja neta. Cotiza también a 11x beneficios de 2019, siendo esta una valoración muy baja comparada con su histórico y con transacciones privadas.

En tercer lugar ha entrado **Plastivaloire**. Empresa que el fondo compró a 5€ y vendió a 9€ en 2015. Desde entonces ha empresa ha multiplicado sus beneficios por 2 veces. Produce piezas de plástico para el sector del automóvil. Tiene algo de deuda tras una adquisición importante en USA, pero es manejable siendo de 1,6xEBITDA. La empresa tiene un mercado potencial grande. 2018 ha sido un año flojo para el sector auto, pero la trayectoria de la empresa es impecable los últimos 10 años. Cotiza a solo PER 4x de 2019 y 3x EV/EBITDA. Incluso en el Q4 de 2018 ha habido transacciones privadas en su sector a 6x EV/EBITDA y PER 8x. Las acciones han caído de 25€ a 8€, tan solo porque en 2018 lo analistas esperaban un beneficio de 45m€ y va a ser de 40m€ en 2018. Pensamos que el mercado se ha pasado de frenada con una empresa y un sector que aún teniendo una cierta ciclicidad goza de buenas perspectivas y además el tipo de componente que hace Plastivaloire no está bajo amenaza de disrupción del coche eléctrico.

Y en cuarto lugar está **LDC**, o también conocidos en Francia como el “cartel del pollo”, este apodo nos da una idea de la posición dominante de la empresa en el sector avícola de Francia. El fondo compró a 75€ en 2015 y vendió la posición en 2018 a 130€. Es un negocio muy defensivo, donde las familias fundadoras controlan gran parte de las acciones. Han crecido de media al 10% los últimos años (3% es orgánico y el resto vía M&A). LDC además tiene una caja neta de más de 200m€. La empresa está replicando su modelo fuera de Francia con éxito. En la zona de los 97€ el fondo volvió a comprar paquetes de acciones privados. A ese nivel cotizaba a PER 10x de 2018 y menos de 5x EV/EBITDA, una valoración muy atractiva para semejante negocio. Actualmente cotiza a 117€.

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

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