

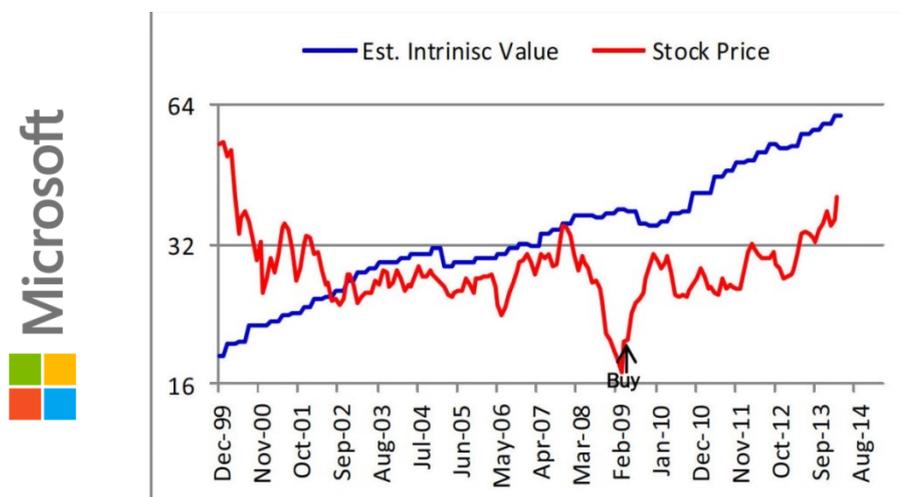
Carta Q2 2018 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

En el Segundo trimestre de 2018 True Value ha obtenido un rentabilidad positiva de 2,60%. La rentabilidad acumulada desde inicio ha sido del 80%. Este resultado acumulado desde inicio supera a los principales índices de renta variable de aquellas zonas en las que invierte el fondo (S&P 500, Russell 2000, Eurostoxx 50 y S&P TSX).

El segundo trimestre del año la macro ha estado marcada por el ir y venir de tarifas y aranceles. Creemos que al final pasará a un segundo plano como ha sucedido con otros tantos eventos desde que el fondo inició su camino hace casi 5 años.

Estamos muy cómodos con la cartera actual, para tener éxito en la inversión en renta variable, tanto a través de fondos como en acciones individuales uno ha de saber enfocarse en el valor intrínseco y no en los precios de cotización. De hecho las divergencias entre precio y valor pueden durar meses o años. Por nuestra experiencia a partir de 3 años es muy poco probable que el mercado no reconozca el valor de acciones infravaloradas.

En el siguiente gráfico vemos el precio de cotización de Microsoft (línea roja) y la estimación de su valor intrínseco (línea azul).



Es importante recordar que la línea azul es una estimación del inversor en valor, realizada con diferentes métodos (múltiplos, descuento de flujos de caja, valor en libros...). Es crítico ser conservador al calcularla ya que es una estimación de un futuro cambiante.

El partícipe ya deduce que lo ideal es comprar cuanto mayor es la diferencia entre la línea azul y la roja, y vender cuando este diferencial se cierre.



En este mismo gráfico podemos observar como desde el año 2000 lo mejor era no haber estado invertido en MSFT ya que su valor intrínseco era inferior al de cotización. Después hay un periodo de valoración justa sin demasiado margen de seguridad.

Pero aquí llega lo interesante, en 2008 con la caída del mercado la acción bajo en bolsa mucho más de lo que lo hizo su valor intrínseco, lo cual genera un oportunidad de compra excelente y la acción respondió subiendo. En este periodo era más fácil invertir ya que había acciones baratas en muchos lugares, pero claro es una oportunidad que aparece cada 40 años.

El siguiente periodo entre 2009 y principios de 2013 es incluso más instructivo ya que es un periodo más habitual de mercado sin condiciones excepcionales de compra como fue el 2008. La cotización estuvo sin hacer nada casi 4 años, mientras que el valor intrínseco subió de 35\$ a 60\$, las acciones siguieron rangueando en 25\$, hasta que la divergencia era tan grande que al mercado no le otra opción que aceptar derrota y comprar. Desde ese momento las acciones se han disparado sin parar hasta 100\$ y ahora cotizan a fair value o ligeramente por encima de su valor.

Estamos hablando de una acción muy seguida y analizada que estuvo 4 años plana mientras que la empresa no paraba de generar valor. Las razones y explicaciones a posteriori pueden ser diversas, pero la realidad es que si uno invierte en un negocio sólido que genera valor año a año y la valoración es atractiva, las probabilidades de hacerlo muy bien a largo plazo son enormes.

En True Value estamos centrados en estimar bien la línea azul, y tomar provecho de lo que hace la línea roja.

El caso de nuestra inversión en Keckseng es muy instructivo. Empezó pesando un 1% en el fondo hace casi 4 años a 6\$ de HKD, su valor intrínseco era de 21\$. Han pasado 4 años y cada año ha ido generado cerca de 1\$ de flujo de caja, con lo que su valor intrínseco ha aumentado al menos en 3\$ hasta 24\$. Además el valor de sus propiedades ha subido alrededor de 4\$ adicionales por acción. Por lo que ahora 4 años después su valor intrínseco es más alto unos 27\$-29\$ por acción, pero las acciones solo ha subido 1\$ hasta los 7\$HKD, mientras que el valor ha subido más de 7\$ por acción. ¿Qué es lo que podemos hacer como inversores?, aumentar posiciones. En 2016 ya se había doblado su peso hasta el 2% del fondo y ahora el fondo ha vuelto a doblar su peso hasta el 4,5%. Si uno observa la gráfica verá periodos similares en la cotización de Keckseng, donde ha periodos laterales de consolidación hasta que la valoración es tan absurda que no queda otra dirección que subir. El rendimiento en los últimos 17 años de media ha sido del 15%, pero uno tiene que vivir con periodos de espera y acumulación.

Parte del éxito del value investing es aprender a disfrutar de los periodos de acumulación.

Si las acciones se movieran en tándem con valor intrínseco obtendríamos de media un rendimiento real del 6% (media histórica), ni un euro más ni un euro menos, sería



teóricamente imposible batir al mercado. Entendemos que este rendimiento pueda ser atractivo para muchas personas, pero en True Value estamos para obtener un rendimiento superior a ese 6% a largo plazo, por eso hacemos el gran esfuerzo de escudriñar los mercados para aprovechar esta maravillosa diferencia entre precio y valor. La diferencia entre la línea roja y la azul es lo que ha creado a tantos millonarios en el mundo del value investing. Si uno comprende esto ya tiene mucho ganado en el campo de las inversiones.

Cartera de True Value.

En true Value siempre nos ha gustado usar la tecnología para conectar con los más de 12.000 partícipes del fondo, ya que sería imposible hacerlo de manera individual con cada uno, por eso las nuevas tecnologías como YouTube son una herramienta perfecta para comunicar y transmitir el value investing.

Como prueba piloto en este semestre hemos realizado una reunión virtual, que hemos grabado y subido a YouTube para que el partícipe pueda ver cuál ha sido la evolución del fondo, y sobre todo que acciones componen la cartera de su fondo True Value y cuáles son las perspectivas de estas inversiones. Este resumen es una herramienta importante para que el partícipe pueda echar mano de ella cuando surjan las dudas del largo plazo.

Si el feedback obtenido es positivo podemos realizar estos eventos de forma semestral para que el partícipe pueda comprender el valor intrínseco de su cartera.

Puede consultar el video en el siguiente enlace: <https://bit.ly/2OJhiQA>

Valor en Cartera (Fiat: FCA)

Fiat realmente no es un valor nuevo en la cartera de True Value, de hecho el fondo comenzó a comprar en 2014 a 8€ por acción, entre medias hemos recibido el spinoff de Ferrari que fue de unos 4€ por acción, por lo que “creamos” en su día Fiat por unos 4€. Esos 4€ crecieron hasta valer cerca de 22€ por acción en 2018, momento en cual el fondo redujo su exposición.

Lo recientes eventos han creado un buen punto para volver a incrementar posiciones a 14€. Las acciones comenzaron a bajar por la caída de los mercados en Febrero, posteriormente con la guerra comercial todas las acciones de autos han corregido más de un 20% y finalmente los problemas de salud de Sergio Marchionne que desembocaron en su fallecimiento han dado lugar a la oportunidad.

Uno podría tomar la visión simplista de que Fiat ha ganado 3€ por acción aplicando un PER de 7x que es la media del sector sale un valor justo de 21€. Pero hay mucho más detrás de la historia si uno toma el tiempo de investigar a fondo.

Primero Fiat debería llamarse más bien “Jeep Holdings” ya que el 70% de su beneficio proviene de esta división que goza de márgenes operativos superiores al 12% más en línea con marcas de lujo o aspiracionales que con autos corrientes. Recordemos que marcas como BMW o Audi gozan de márgenes del 10%, y márgenes superiores al 12% están limitados a marcas como Ferrari, Porsche o Jeep en nuestro caso. Es una marca icónica a nivel mundial. ¿Quién no ha crecido viendo Jeep en series, películas y hasta en la segunda guerra mundial?

Otro 10% del beneficio operativo proviene de la división de componentes que es un buen negocio. Este negocio va a ser distribuido como dividendo a final de año por un valor de 4€ por acción. De esta forma uno está creando Fiat (o jeep holdings) a 10€ por acción a los niveles actuales. Es un activo altamente deseado, hace 2 años Samsung intentó comprarlo pero, pero la empresa rechazó la oferta por ser baja.

Otro 10% proviene de Maserati, de nuevo una marca icónica y con márgenes del 12%. Fiat aún no lo ha anunciado pero creemos que existe un plan claro para hacer una spinoff al igual que hicieron en su día con Ferrari para ponerla en valor. Esta división vale 5€-7€. Con esta parte uno está creando Fiat (jeep holdings) a 4€ por acción, la cosa pinta bien.

Pero espera, aún hay más cosas. La empresa va a acabar este año con una caja neta 2€ por acción y para final de 2019 será de 4€ por acción. Con lo cual uno está comprando Jeep de forma gratuita y el resto de marcas (Dodge, Chrysler, Fiat).

La pregunta es que puede valer Jeep si hace 5B€ de EBIT al año. Si valoramos a 8x supone más de 40B€ o casi 30€ por acción. Hyundai ya ha expresado su interés por la compra de Fiat, también hay conglomerados chinos interesados por este activo.

Realizando la suma de la partes tenemos un valor de superior a 45€ por acción.

Fiat está controlado por una familia a través del holding Exor, esto nos da tranquilidad de que se van a hacer las cosas bien. Su principal directivo John Elkann es un fiel seguidor de las enseñanzas de Buffett, cosa que apreciamos. Desde hace unos años su foco ha sido desinvertir activos cíclicos y con bajo ROCE, esto encaja bien con la posibilidad de vender Fiat ahora que está saneada y con buenas perspectivas.

Otra forma de ver la valoración actual es la siguiente. A final de 2019 la caja neta va a ser de 3€ por acción y el spinoff de Magneti Marelli va a valer 4€ por acción, por eso el precio neto de Fiat es 7€ por acción, lo cual equivale a PER 2x o 1,5x EV/EBIT. Incluso en un entorno actual deprimido Ford (siendo de peor calidad) cotiza a PER 5x y 6x EV/EBIT. Después del spinoff el 80% del beneficio vendrá de Jeep, Maserati y Ram que tienen altos márgenes, pensamos que debería cotizar mínimo a los múltiplos de BMW o Daimler de PER 6x, incluso por encima por sus mejores márgenes. A Per 8x mas otros activos tenemos un valor de 35€ contra 14€ de precio actual.

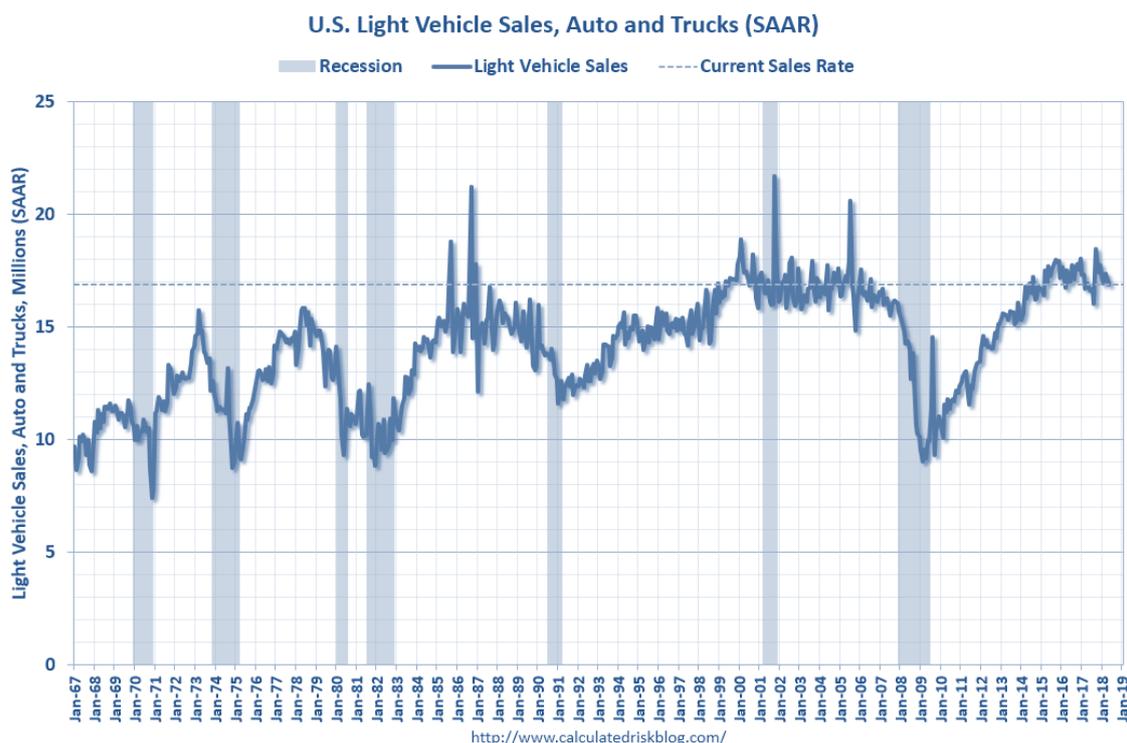
Los automakers actuales nada tienen que ver con su situación antes de la crisis. La mayor parte no tienen deuda, han externalizado servicios y poseen una estructura de costes mejor que en el pasado. Es curioso que los fabricantes de componentes de automóviles

coticen a niveles 4x-7x superiores, siendo igual de cíclicos, con más deuda en algunos casos y en una escala inferior dentro del sector. Su ROCE es algo mejor que un automaker, pero una divergencia en el mercado actual de 1x EV/EBITDA a 7x EV/EBITDA es llamativa cuanto menos.

Podemos argumentar que Fiat es una empresa a la que le afecta el ciclo económico, pero la realidad es que incluso otros sectores del mercado igual de cíclicos o más cotizan entre 3x y 6x EV/EBITDA (constructoras, industriales, mineras..). Fiat cotiza a 1x EV/EBITDA de 2019.

En True Value estimamos que si el mercado de automóviles vuelve a niveles de 2008 (10m ventas en USA) Fiat aún realiza un EBIT de 1,5B (cae un 80% el beneficio) y un beneficios de 500m\$, lo cual unido a su posición de caja nos garantiza que no va a quebrar. En ese escenario el retorno de la inversión se alarga a 3-4 años, pero la TIR sigue siendo buena y si el mercado ofrece las acciones temporalmente a niveles más bajos se puede construir un buen precio, ya que el sector auto siempre se recupera de las crisis por factores estructurales.

En el siguiente gráfico podemos ver el nivel de ventas en USA (principal mercado de Jeep). Podríamos establecer una media de 15M de vehículos en USA, además otros mercados como China o LATAM presentan crecimiento estructural. Si la situación actual es de unos 17M.



Desde hace 30 años podemos observar que el nivel medio es de 15m de ventas. Lo cual supone que estamos un 15% por encima de la media, pero también el total de vehículos ha crecido, la población media también lo ha hecho y la edad media de los vehículos actual es de 11 años (venimos de una media de 7 años). El mercado está muy obsesionado con el 2008



cuando es un evento extraordinario. Hemos calculado que Fiat tiene un apalancamiento operativo de 2,5x, esto significa que si las ventas caen un 12% hasta la media histórica, el beneficio operativo cae un 30%. Esto da un EBIT de 5B€ y un beneficio neto de 2€ por acción, históricamente los automakers han cotizado a PER 9x de beneficios normalizados, esto da un valor de 18€, a los que hay que sumar 7€ (spinoff y caja). Eso da un valor actual de 25€, casi el doble. Pero a medida que pasa el tiempo, la empresa genera tanta caja que este valor “normalizado” va subiendo a razón de 3€-4€ al año.

El tema de los aranceles no es tan importante porque Fiat produce y vende de forma local sus Jeep con más de 10 plantas en 6 países diferentes. En el caso de Maserati producido en Italia, solo el 30% se exporta a Estados Unidos. Pensamos que la guerra comercial está muy lejos de afectar al sector auto que supone un porcentaje muy grande de la economía mundial.

En resumen, Fiat es una buena empresa con un accionista de referencia, sin deuda y a una valoración atractiva, tiene un componente cíclico, pero pensamos que pesan más otros factores y que los riesgos están acotados. Supone una posición media para True Value.

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

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