



Carta Q1 2018 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

En el primer trimestre de 2017 True Value ha obtenido un rentabilidad negativa de 2,50%. La rentabilidad acumulada desde inicio ha sido del 75%. Este resultado acumulado 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 primer trimestre de 2018 ha sido muy agitado en los mercados con subidas record en el mes de Enero. El S&P500 se revalorizó alrededor de un 7% con flujos de entrada de 150B\$ durante el mes (lo normal para el mes de enero es de 30B\$ a 50B\$). El mercado hizo un movimiento parabólico y de euforia, que acabo con una corrección durante Febrero y Marzo. Los flujos de capital durante el año en USA han pasado de 150B\$ a -60B\$. Siempre se buscan razones para las correcciones en bolsa (Trump, Korea, Siria, subida de tipos, el EUR/USD...), pero la realidad es que la economía sigue estando igual que hace 5 meses, solo que después de grandes beneficios acumulados durante los últimos 2 años el mercado tiene que digerir tal empacho de riqueza, es como la digestión después de un succulento banquete, ahora el mercado está en la fase de consolidación.

Durante este primer trimestre el fondo True Value ha aprovechado las caídas para poner a trabajar la liquidez que se encontraba en máximos del 25% y que se ha reducido paulatinamente hasta el 6%, aumentando el peso en inversiones ya existentes o incorporando algunas nuevas.

Es importante recordar que en True Value lo que importa es la generación de valor; esto significa que cada empresa que está en cartera ha de valer más que en el periodo anterior, bien sea porque reinvierte los beneficios en crecer o porque devuelve el dinero que genera al accionista (recompras de acciones, dividendos o reducciones de deuda). Si se hace un buen trabajo al invertir en empresas infravaloradas que año a año generan valor, el mercado lo reconocerá tarde o temprano. Desde su creación True Value ha vivido varios periodos de consolidación en su cotización, que han variado de 9 a 12 meses (ene-14 a Oct-14, de Jun-15 a jun-16); durante esos periodos las empresas seguían reportando creación de valor, que al final se acabó reconociendo meses después con subidas en la cotización superior a la generación de valor.

Si miramos las principales posiciones y los últimos resultados publicados, vemos que más del 90% han generado valor. Umanis ha crecido más del 70% en sus beneficios y aún cotiza a PER14x de 2018 y PER12x de 2019, cuando sus comparables están a más de 20x. MTY Food ha reportado un crecimiento del 20% de su EBITDA y cotiza a 10x beneficios de 2018, una clara infravaloración tanto por términos absolutos como relativos. Opentext ha crecido en su EBITDA por acción más de 30% después de realizar exitosas adquisiciones, también cotiza a menos de 11x beneficios de este año. Keck Seng ha vuelto a generar más de 300mHKD de FCF,



lo cual sobre una empresa que capitaliza 2,2B\$ supone un aumento de valor del 13%. Este es un caso de empresa sin crecimiento en cartera pero que cotiza a múltiplos de derribo.

Keck Seng es un claro ejemplo de lo que nos gusta en True Value, una empresa que lleva 4 años plana en bolsa (incluso 10 años si miramos los máximos de 2007) a pesar de que la empresa ha crecido un 120% tanto el valor en libros como el FCF. Es una empresa pequeña y aburrida, controlada por una familia. Con el ejemplo de Keck Seng vamos a explicar lo que significa la generación de valor unido a empresas infravaloradas y porqué antes o después el mercado acaba reconociendo su valor. Durante 2009 a 2012 la empresa también estuvo plana alrededor de 3\$, pero durante esos 3-4 años siguió generando flujo de caja hasta que el dinero acumulado en el banco y libre de deudas era igual a la capitalización bursátil, la empresa seguía creciendo; en ese momento la infravaloración era tan ridícula que la acción no paró de subir hasta los 9\$ en 2015. Estas acciones que parecen aburridas y que el mercado ignora son las mejores para invertir. A pesar de los largos periodos de consolidación, Keck Seng ha generado en bolsa una rentabilidad del 15% anual para sus accionistas desde hace más de 15 años; curioso también que si sumamos el crecimiento de valor en libros desde 900m en 2003 a 4,5B en la actualidad y le añadimos los dividendos (mismo método que usa Warren Buffett para la ver la creación de valor) tenemos una creación de valor media anual del 13%. Este año 2017 ha vuelto a generar un valor similar.

En 4 años Keck Seng tendría tanta caja en el balance como su capitalización bursátil; en ese punto volveríamos a la infravaloración del año 2012, que recordemos, después triplicó. El retorno esperado de esta inversión es mínimo del 12% anual; lo curioso de la bolsa es que no sabes el momento en que el mercado lo reconocerá, el mayor activo que tiene un inversor es la paciencia y si no se cuenta con ella, es mejor no participar en los mercados cotizados ni a través de acciones ni de fondos.

Continuado con nuestras empresas y su generación de valor, Goeasy ha reportado un crecimiento del beneficio operativo del 21%, sigue cotizando a menos 8 veces beneficios de 2018. Protector ha sido la oveja negra de la cartera reportando una caída de valor en libros del 4% cuando se esperaba un crecimiento del 5% al 10%. Es solamente un trimestre y hay que ver la evolución a 2-3 años, por este motivo hay que diversificar y comprender que a veces nos equivocaremos como ha sucedido en el pasado.

Willdan también ha reportado un crecimiento de más del 25% de sus beneficios por acción y esperan crecer más de un 30% en 2018, hasta 2\$ por acción. Las acciones cotizan baratas a 14 veces beneficios de 2018 y 11 veces beneficios de 2019. Este es otro ejemplo de volatilidad del mercado; sus acciones pasaron de 36\$ a 18\$ en menos de 9 meses, mientras que la empresa seguía creciendo y generando valor. True Value inició su compra en 25\$ y siguió comprando hasta los 18\$ para crear un precio medio de 21\$, las acciones han subido un 60% desde mínimo de principios de año.



S&U PLC, Figeac Aero, Texhong Textiles, Air Lease, Aercap... Todas ellas también están reportando aumentos de valor de más del 12%; todas ellas cotizan a menos de 10x beneficios de 2018. Las buenas noticias son, que si no suben en bolsa; cada año que pasa están más baratas por este aumento de valor intrínseco.

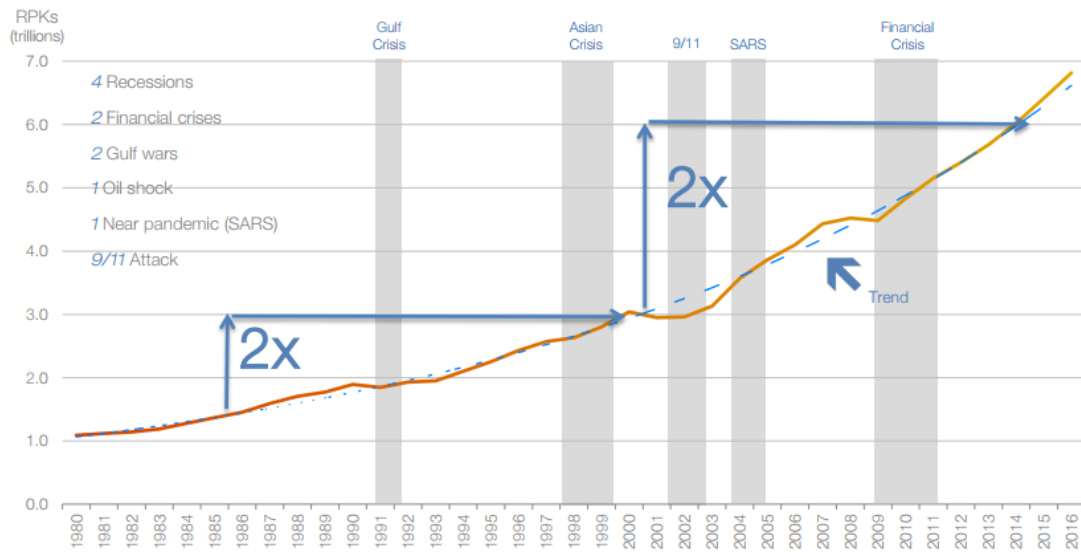
¿Qué queremos representar con este breve resumen? Qué para invertir en True Value un inversor ha de tener al menos una visión a 4 años, que es donde la bolsa deja de ser algo casi aleatorio a convertirse en algo bastante predecible.

Valor en Cartera (Aercap: AER)

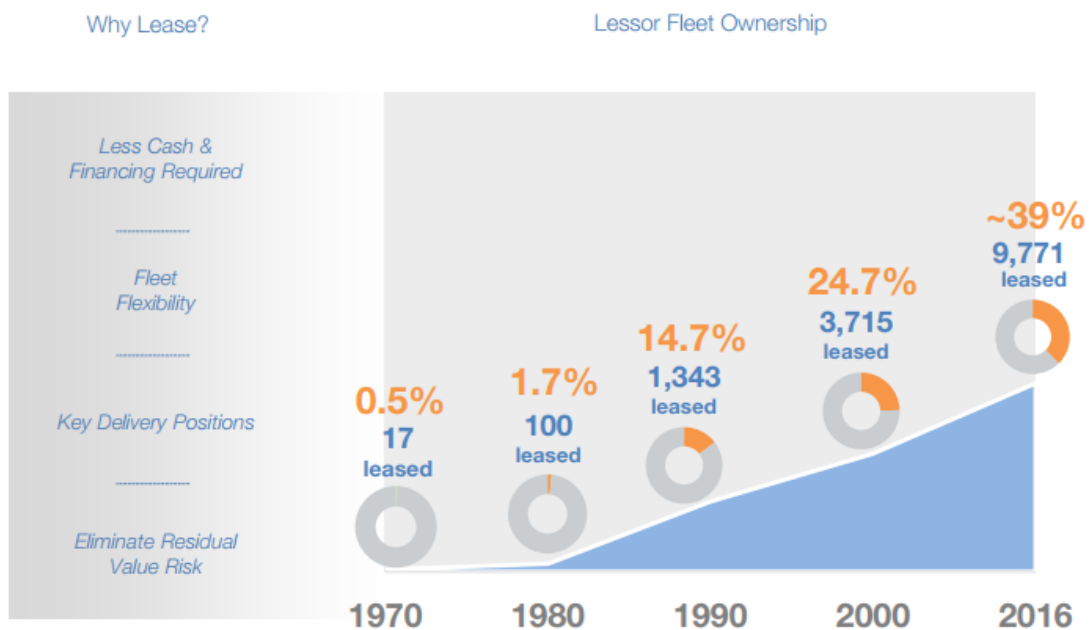
En esta sección vamos a explicar Aercap en detalle, pero también aplica a Air lease (empresa también presente en cartera). Air Lease es una empresa similar que cuenta con un equipo gestor igual de bueno, solo que su modelo de negocio es crecer y reinvierte los beneficios a tasas superiores del 15%, cotiza a 8x veces beneficios de 2018 contra 7x veces beneficios de 2018 de Aercap. La TIR a generar es casi igual y lo que se describe a continuación del sector es también aplicable a Air Lease.

El negocio de Aercap es sencillo de explicar. Simplemente compra los aviones comerciales más demandados y los alquila a aerolíneas alrededor del mundo. En cierta medida funciona como un banco donde el activo en vez de ser hipotecas que producen un 3% de interés son aviones que producen un 12% de interés sobre el valor en libros. Del lado del pasivo, en vez de financiarse con depósitos de clientes lo hace con emisiones de bonos y deuda bancaria a largo plazo.

El sector de la aviación crece al doble de ritmo que el PIB mundial (6% de media), incluso e presenta crecimiento durante las crisis, diferentes factores demográficos y tecnológicos hacen que sea el medio de transporte más seguro, rápido y rentable.



Para beneficio de AerCap, el porcentaje de aviones en leasing frente a aviones en propiedad de las aerolíneas no ha parado de aumentar siendo ahora casi el 50% de toda la flota mundial.



Hay diferentes motivos por los que existe el negocio del leasing aéreo:

1. Proporciona flexibilidad a las aerolíneas acerca de la planificación de sus flotas.
2. Reduce el riesgo tecnológico para la aerolínea.

3. Es una forma rápida de acceder a los aviones más competitivos. La cartera de pedidos de Airbus y Boeing es de más de 10 años, por esta razón si una aerolínea quiere competir eficientemente con la última tecnología, ha de acudir a compañías como Aercap que poseen una cartera de aviones muy modernos y que además se encuentran en los primeros puestos para la entrega de futuros modelos. De hecho empresas como Aercap o Air Lease son los principales clientes de Airbus y Boeing, esto hace que sean los primeros en recibir pedidos, que le proporcionan una ventaja a aquellas aerolíneas que usen estos modelos.
4. En muchos casos reduce costes. Aercap se puede financiar al 3,5%, mientras que una aerolínea recién creada en un país emergente difícilmente consiga financiación a menos del 7% para la compra de su flota. Aercap puede asumir ese riesgo y si esta empresa quiebra el proceso de reposición de avión es muy sencillo y rápido. Aercap manda a uno de sus pilotos y recoloca el avión en alguno de sus otros clientes, gracias a la plataforma global que posee (ventaja competitiva). De hecho la utilización de la flota actual es del 99% y nunca ha bajado del 97%, eso nos da una idea de la solidez del negocio (incluso durante los atentados del 11-s la utilización no bajo del 97%).
5. Aercap también adquiere aviones más baratos por su mayor poder negociador con proveedores.

Aercap tiene ya asignados clientes para el 90% de los nuevos aviones que va a recibir en 2018 y 2019 y un 80% de los que va a recibir en 2020.

De los puntos anteriores podemos deducir por qué la escala que posee Aercap es una fuente de ventaja competitiva. Primero permite comprar aviones más baratos, segundo reduce el riesgo de utilización de la flota por su plataforma global del clientes, tercero se puede financiar de media a menos del 4%, mientras que para lessors más pequeños puede ser hasta del 6%.

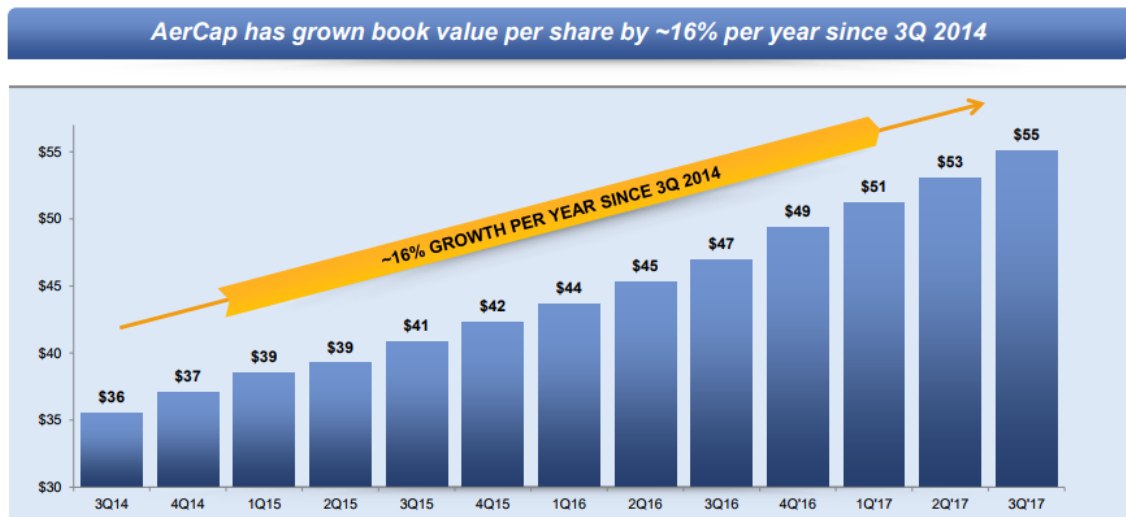
Evolución

Aercap salió a cotizar en bolsa en 2006 tras la fusión con varios competidores. Desde entonces la empresa no ha parado de generar valor especialmente en la última etapa con su CEO Angus Kelly.

Vemos como desde 2007 el valor en libros por acción no ha parado de subir, de 13\$ a más de 54\$ y el beneficio por acción ha hecho lo mismo, de 2\$ a cerca de 7\$ para 2018.

Net Income USD Mil	188	152	165	208	172	164	292	810	1,179	1,047	1,175
Earnings Per Share USD	2.22	1.79	1.94	1.84	1.17	1.24	2.54	4.54	5.72	5.52	6.74
Dividends USD	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Payout Ratio % *	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Shares Mil	85	85	85	115	147	132	115	179	206	190	173
Book Value Per Share * USD	—	13.04	14.79	14.82	15.00	18.72	20.73	35.63	40.23	47.49	54.09

Ha habido periodos en los que la empresa ha emitido acciones para adquisiciones. El gran movimiento de este equipo directivo fue comprar la división de alquiler de aviones a la aseguradora AIG a finales del 2013. Fue un excelente movimiento ya que AIG era un vendedor forzado (tras el rescate bancario de 2008); esta división no era un activo estratégico para AIG y no había muchos compradores posibles para un activo tan grande; esto hizo que se disparara el book value por acción de 20\$ a 40\$ (El lector habrá notado que hablamos mucho de book value, ya que es una métrica importante para empresas financieras).



Tras esa adquisición la empresa ha recomprado acciones agresivamente, ya que el mercado ha estado negativo con el negocio por diferentes razones que ahora comentaremos. De media las acciones han cotizado en ese periodo post-adquisición a PER 11x-7x, incluso hubo periodos como el pánico de 2016 donde llegaron a estar a 27\$ y PER 4x. En tan solo 3 años el equipo directivo ha recomprado un 30% del total de acciones! a ese ritmo en 5 años la empresa puede recomprar un 60% adicional de las acciones, tan solo con el beneficio que genera; algo que, sin duda ofrece una presión alcista importante.

De este hecho podemos deducir la valía del equipo gestor, tanto a nivel operativo como a nivel de gestión del capital. Los insiders poseen en total más de 200M\$ en acciones de la compañía, lo que representa una cantidad enorme comparada con su sueldo.

¿Por qué están baratas las acciones?

El mercado aplica el razonamiento básico de que el cliente final de AerCap son las aerolíneas y estas por naturaleza son inestables ante los ciclos económicos, y la verdad es que así es; por consecuencia cuando el ciclo se gira, si los clientes finales quiebran, dejan de pagar y esto es riesgoso para AerCap, ya que tiene deuda como cualquier otro banco. Lo que el mercado olvida, es que lo realmente importante es la demanda de pasajeros; y como ya hemos visto, es algo estable y creciente en el tiempo.

Cuando una aerolínea quiebra o pasa por dificultades ocurren tres cosas. Una posibilidad es que otra compañía compre sus activos a precio de saldo y también sus contratos de leasing, con lo cual la nueva empresa sigue pagando los alquileres para poder volar. El segundo escenario es que los acreedores de la aerolínea quebrada reduzcan el nivel de deuda voluntariamente y de esta forma la aerolínea se vuelve rentable y para seguir operando ha de pagar los alquileres. Tercero puede que la aerolínea no sea adquirida, ni se reduzca la deuda; en ese caso AerCap envía un piloto y se lleva el avión a otro lugar, así de sencillo.

El periodo más difícil para la aviación moderna ha sido post-11 S, en ese periodo más del 10% de los clientes estaban en quiebra; aun así la utilización (y los pagos) no bajaron del 97% (se pueden consultar informes antiguos de AIG en su división de Leasing). Incluso en la crisis del 2008 donde muchas aerolíneas a nivel mundial quebraron, AerCap reportó crecimiento del valor en libros y mantuvo la rentabilidad sin mayor stress.

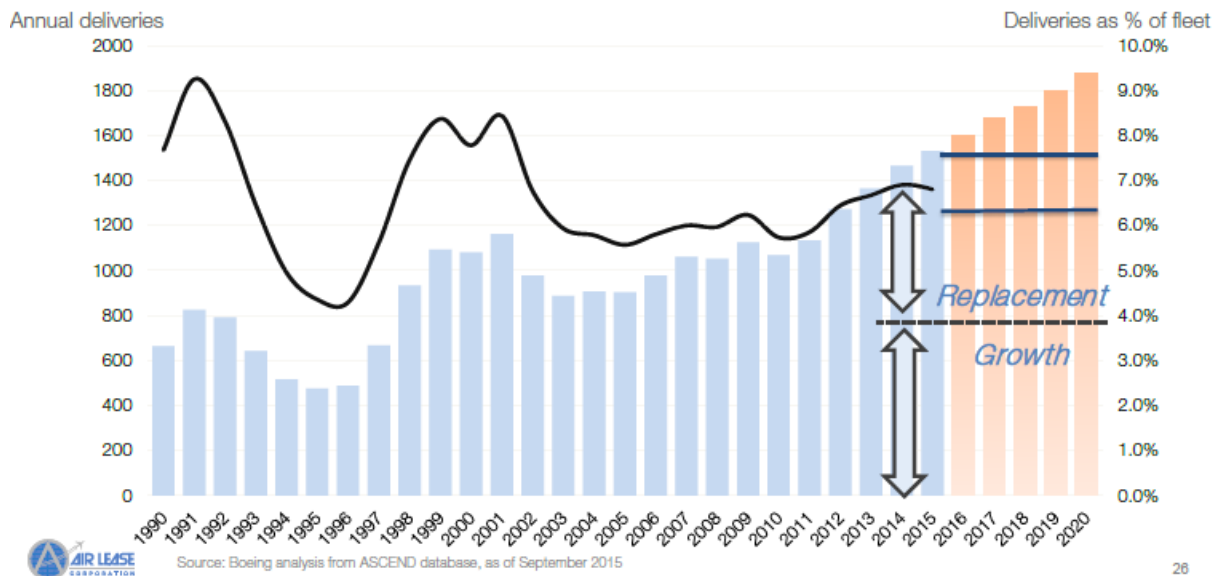
Vamos a enumerar a continuación diferentes miedos del mercado:

- **Riesgo de tipos de interés.** Con las recientes subidas de tipos, el mercado piensa que estas compañías están en riesgo. AerCap tiene múltiples cortafuegos. En primer lugar más del 75% de la deuda es a tipo fijo y a largo plazo, la empresa usa swaps de interés para cubrir la parte restante, también más del 80% de contratos futuros contemplan subida de precios si suben los tipos o la inflación y finalmente las tarifas de alquiler del mercado de aviones tienden a subir cuando suben los tipos.
- **Riesgo residual.** El valor de los aviones más antiguos puede bajar rápidamente especialmente cuando aparecen otros más eficientes, cuando varía el precio del petróleo o cuando hay stress de mercado. La solución es poseer activos buenos y jóvenes. La edad media de la flota de AerCap es de 7 años, mientras que la vida útil de un avión es de unos 25 años. Durante periodos de stress este tipo de aviones nuevos pueden caer de valor un 20%, mientras que los antiguos pueden caer un 35% o más. AerCap posee activos por valor de 30B\$, si estos caen un 20% de valor temporal durante algún periodo corto de tiempo significa perder 6B en equity de un valor total que posee AerCap de 9B; supone el 66%, lo cual explica el miedo del mercado a corto plazo. Lo que olvida el mercado es que SIEMPRE los precios de estos activos jóvenes han vuelto con rapidez a valor previo, ya que lo que importa es la demanda de pasajeros para volar y no la salud de las aerolíneas. Por eso, en esos momentos es

importante tener un balance saneado como AerCap (Investment Grade según Moody's y S&P's) para comprar aviones baratos. Temporalmente los ratios de debt/equity se disparan por esas minusvalías virtuales (virtuales dado que la empresa no va a vender todo su balance y sigue recibiendo alquileres), en este escenario es importante poseer financiación a largo plazo (en forma de bonos o ABS) para que no le puedan retirar la financiación a corto plazo y le obliguen a vender de manera forzada. La prueba de que este hecho funciona así, es que AerCap ha reportado pérdidas significativas de book value. AerCap ya paso de forma satisfactoria la crisis financiera de 2008, aun así hubo un periodo de 2009 donde el mercado con su visión cortoplacista ofrecía las acciones a PER 2x (sí, han leído bien, PER 2x) y 0,2x valor en libros. El mercado asumía que la bajada temporal del valor de los aviones iba a ser permanente y que la empresa no iba a generar más beneficios por alquiler. Incluso aunque la primera parte de la bajada de valor del balance fuera permanente, simplemente a base de recoger rentas el valor a 5 años compensaría la caída del valor de aviones...

- Precio del crudo. Cuando el petróleo baja el mercado piensa que las aerolíneas van a volar modelos más antiguos, que consumen más combustible, pero que son más baratos. Esta teoría ha caído por su propio peso, ya que ni el valor de los aviones más modernos ha bajado ni las aerolíneas han modificado su patrón de compra. De hecho para una aerolínea es muy arriesgado usar ese tipo de aviones ya que en un momento determinado podría no ser económico volar con ellos y esta situación le podría forzar a tener dificultades financieras. Además todo el sector busca bajar precios para lo cual hace falta la última tecnología y por consiguiente los aviones más modernos, que son precisamente los que posee AerCap.
- Sobreproducción de aviones. Este riesgo va relacionado con el riesgo residual. El mercado ve que las producciones de Boeing o Airbus han aumentado al 7% anual cuando la tasa natural de crecimiento es 5-6%, lo cual ejerce presión bajista. El mercado olvida que el dúo Airbus y Boeing representa un oligopolio, donde a las dos partes les interesa mantener unos precios mínimos y no saturar el mercado de aviones.

- As a historical average, deliveries per year have represented ~7% of the installed fleet. Years with deliveries exceeding the historical average of approximately 7% have been followed by cyclical declines
- As the installed base increases and OEMs maintain discipline, deliveries for 2016 through 2020 are expected to represent 7% of the in-service fleet each year, leading to a dampening of the aircraft cycle



En este gráfico de Air Lease, podemos concluir que estamos en la media histórica de producción y que solo son preocupantes, producciones del 8% sobre el total de la flota. Hay que recordar que si la vida media de un avión es 25 años, cada año hacen falta un 4% de aviones nuevos para reemplazar a los viejos y si el mercado crece al 5% de media, significa que una situación de sobre-producción sería se daría por encima del 9%, lo que reduciría el valor de los aviones. Históricamente estas tasas de producción por encima del 9% rara vez han sucedido y eso ha creado un entorno sano.

- Competencia China. La des-regularización bancaria ha impulsado este tipo de compañías Chinas que han entrado al sector con poca experiencia. HNA es la más grande con un 7% de cuota de mercado. Usan prácticas agresivas como alto nivel de endeudamiento y financiación a corto plazo para aumentar los beneficios. La desventaja que poseen muchos de sus rivales es la falta de escala, la inestabilidad de su estructura de capital, su order book es mínimo y su falta de experiencia. Esto ha hecho que tengan que acudir al mercado secundario a comprar aviones antiguos, pagando altos precios a vendedores de activos como AerCap, que SI tiene acceso a los primeros puestos de entrega de pedidos para aviones nuevos. Estos competidores representan una parte muy pequeña del sector y es un sector en crecimiento. HNA por ejemplo está pasando por serias dificultades financieras por todos los excesos que ha cometido en el pasado, incluyendo su aventura en el sector aéreo.



Valoración

Si miramos la valoración a 5 años resulta muy atractiva. El valor en libros va a acabar siendo 65\$ por acción en 2018. La empresa tiene un ROE medio del 12%, por lo que debería cotizar entre 1.5 veces y 1.3 veces valor en libros (de hecho cotizaba a esas valoraciones antes de la crisis de 2008), también un múltiplo de 15 veces parece justo para una empresa capaz de crecer el beneficio por acción a más de 14% anual. Eso da un valor actual de alrededor de 100\$ por acción.

Si el mercado no reevalúa las acciones a un valor justo, el equipo directivo seguirá recomprando acciones. Actualmente hay unas 150m de acciones, la empresa genera un beneficio neto de 1,1B\$ anual. Al ritmo actual de recompra, puede recomprar 15 millones de acciones al año a un precio medio de 60\$ a 5 años vista y aun así tendría un excedente de 200m-300m al año para crecer al 3-4% anual su balance. Al cabo de 5 años habría 75M acciones. Si el beneficio ha subido simplemente a 1,3B anuales (4% anual), eso equivale a 17\$ de beneficio por acción. Aun suponiendo que en el mercado sigue negativo y valorando a 7,5x equivale a un valor de 125\$ por acción, lo cual es un retorno anual superior al 18%. Puede parecer ambicioso recomprar acciones a un ritmo de 15m al año, pero en 2017 ha recomprado más de 23 millones de acciones y en 2016 fueron unos 18 millones de acciones. Tan solo en el primer trimestre de 2018 ha recomprado 5 millones de acciones.

En el mismo periodo de 5 años el book value por acción podría crecer hasta 120\$ por acción, si la empresa puede seguir recomprando barato, a un valor deprimido de 1x book value (mínimo de valoración histórica), valdría 120\$ por acción.

Si llegados al 5º año el mercado reevalúa las acciones a un múltiplo razonable, el upside es multiplicar por 4 veces la inversión hasta más de 200\$ por acción (simplemente usando PER 13x o 1,5x book value). Esto supone un retorno del 31% anual a 5 años.

Por otro lado recordemos que AerCap ya operó hace 4 años con 4 veces deuda/equity. Un potencial comprador de toda la compañía podría ofrecer 75\$ por acción, financiar de esos 12B, unos 9B\$ con deuda al 5% y poner de su bolsillo tan solo 3B\$, quedaría una deuda manejable de 3,7x debt/equity y el pago de intereses subiría en unos 450M al año. Esto reduciría el beneficio después de impuestos a 700M\$. De esta forma el potencial comprador tendría un retorno sobre su inversión del 22%-25% a medio plazo, incluso pagando una prima del 50% sobre el precio de cotización.

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

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