



Carta Q1 2020 accionistas True Value Investments SGIIC S.A.

“La oposición es una parte natural de la vida. Al igual que desarrollamos nuestros músculos levantando pesas, desarrollamos nuestro carácter superando desafíos y adversidades”

Stephen R. Covey

Estimados/as partícipes:

Durante el primer trimestre de 2020 True Value ha tenido un rendimiento negativo del 30%. Desde el inicio del fondo True Value este acumula una rentabilidad positiva del 20%

El primer trimestre de 2020, ha sido uno de los peores trimestres en bolsa tan solo comparable a la crisis de 2008, 1987 y 1929. La crisis del Covid-19 ha llevado a todo el mercado a realizar ventas por la alta incertidumbre ante este evento.

Pensamos que el efecto sobre la mayoría de nuestras inversiones a largo plazo es muy bajo. Obviamente que debido al cierre de la economía durante este periodo, muchas compañías van a reportar resultados inferiores a los esperados.

Pensamos que de una forma u otra, la situación del virus se resolverá. El ser humano se ha enfrentado a retos más grandes con éxito en el pasado y esta vez no va a ser diferente.

Estamos asistiendo a oportunidades históricas que se dan en bolsa cada 10-20 años de media. Las empresas de mediana y baja capitalización han tenido caídas que en algunos casos llegan 50% desde máximos alcanzados en la primera mitad de 2018. No sabemos que va a hacer el mercado a corto plazo, pero históricamente siempre ha dado buen resultado a medio y largo plazo invertir cada vez que ha habido caídas superiores al 30% en los principales índices de renta variable, y esta vez no va a ser diferente.

Tal y como explicamos justamente en la carta anterior, nuestro estilo de inversión se centra en compañías con ingresos predecibles y baja deuda. Creemos que si este cierre de la economía da lugar a una crisis en la economía, nuestras compañías se encuentran bien posicionadas para soportarlo y que no tendrán problemas de liquidez a corto plazo debido a sus posiciones de caja neta o baja deuda.



El pasado 17 de Marzo de 2020 hicimos una reunión informativa online, donde explicamos que acciones estábamos tomando ante la situación actual y como estaba afectando el covid-19 a las empresas presentes en la cartera. Adjuntamos el enlace por si desea ver la grabación de dicho evento: (https://www.youtube.com/watch?v=xcJ2G_QhTgk)

En True Value seguimos operando con normalidad gracias al teletrabajo y a la buena labor que está realizando Renta 4 para llevar a cabo todas las operaciones del fondo, gestión de clientes y el trabajo adicional relacionado con el fondo True Value Small Caps.

Nuevo Fondo: True Value Small caps F.I.

Desde el pasado día 17 de Marzo ya se encuentra autorizado el nuevo fondo de True Value Small Caps F.I. Estamos muy agradecidos por el enorme apoyo que ha recibido este nuevo fondo en un momento tan complicado de mercado. Desde su lanzamiento ya contamos con mas 700 partícipes nuevos y más de 5 millones de € de capital. Queremos recordar todavía se pueden beneficiar de la clase A fundadora del fondo que cuenta con una comisión de gestión más baja, esta clase se cerrará al llegar a los 10M€ bajo gestión.

El fondo se encuentra ya invertido al 50% y vamos comprando poco a poco ya que algunos valores son ilíquidos, en los siguientes párrafos compartimos con ustedes algunos ejemplos de las inversiones que estamos ya realizando (con los nombres omitidos por cuestiones de iliquidez en esos valores).

En las próximas semanas realizaremos un webinar informativo donde daremos más detalles una vez que el fondo haya terminado la mayor parte del proceso de compra de estas inversiones.

Pensamos que el fondo sale en un momento excepcional de mercado, ya que los índices de pequeñas compañías de aquellas geografías en las que solemos invertir han caído de forma significativa, lo cual genera oportunidades no vistas desde la crisis del 2008. Por ejemplo, el índice de pequeñas compañías de Francia ha llegado a caer un 50% desde máximos y en la crisis de 2008 bajó un 65% si lo tomamos como referencia. Lo mismo sucede en índices como el Rusell 2000 o TSX Venture (Small Caps de Canada), que acumulan caídas mucho mayores a los de índices de grandes compañías (superiores al 30%).

Dado lo excepcional de la crisis actual pensamos que el hecho de poder construir una cartera desde cero sabiendo a lo que nos enfrentamos es una ventaja muy grande, ya que podemos construir una cartera con un potencial muy interesante sin tener que asumir la incertidumbre de cómo lo harán ciertos negocios ante la crisis del coronavirus.

Otra ventaja de un fondo pequeño, en su fase inicial es que es más ágil para tomar provecho de las oportunidades que se presten en el mercado en tiempos tan volátiles como los actuales.



Al construir esta cartera desde cero invertiremos en empresas con un alto grado de visibilidad de ingresos, con un buen balance de liquidez y a una valoración atractiva. A continuación, describiremos algunos ejemplos.

El mayor test de stress que han sufrido las compañías en los últimos 40 años ante una crisis económica ha sido el 2008, por este motivo comprobamos que la mayoría de las empresas que van a estar en el fondo se hayan comportado bien en un entorno tan difícil como fue la crisis financiera, de esta forma el partícipe de True Value Small Caps puede estar tranquilo ya que con una alta probabilidad sus inversiones van a progresar incluso en uno de los peores escenarios.

También queremos reconocer que si el mercado tiene una recuperación muy rápida probablemente el fondo True Value original tendrá un mejor desempeño que TV Small Caps en un periodo más corto. De igual forma, estimamos que invirtiendo a 5 años vista que es el plazo recomendado para esta clase de fondo, las probabilidades de pérdida de capital son bajas y la probabilidad de realizar un retorno adecuado es elevada.

Son muchos los inversores que se dirigen a nosotros preguntándonos qué porcentaje recomendamos invertir en cada fondo y qué vamos a hacer nosotros. Es difícil dar una respuesta porque la psique y la aversión al riesgo es muy particular, pero dada la volatilidad de las compañías más pequeñas recomendamos invertir una parte pequeña (5%-15%) del portfolio para aquellos inversores más conservadores y en inversores como nosotros que mantendremos nuestro patrimonio en fondos bajo el paraguas de True Value Investments pensamos que una proporción razonable sería entre 20%-30% en True Value Small Caps, 70%-80% en True Value FI

Vamos a ilustrar con algunos ejemplos el tipo de compañía que hemos encontrado en el mercado actual.

La compañía A es una empresa de telecomunicaciones de bajo coste en los países nórdicos, crece de forma orgánica a un ritmo superior al 10%, los insiders poseen muchas acciones. Además, posee una caja neta lo cual es remarcable en una empresa de telecomunicaciones. Este tipo de servicios es uno de los más resistentes en la crisis actual, de hecho, es una buena oportunidad para que esta empresa pueda robar cuota de mercado por su oferta de bajo coste. Cotiza a menos de 9 veces FCF ajustado por la caja, a 5 años vista contando con su generación de caja, pensamos que su PER ajustado baja a 5 veces. Este tipo de compañías suelen acabar opadas por grandes empresas (tipo Jazztel en España) o siguen creciendo y robando cuota de mercado (Mas móvil en España), las transacciones privadas y las valoraciones en condiciones normales de mercado no bajan de PER 15x, por eso a 5 años vista pensamos que vale el triple y un 70% más en el momento actual.

La compañía B es una empresa de ingeniería industrial Europea. La empresa tiene el track-record de llevar 20 años consecutivos creciendo, esto incluye la crisis de 2008. Los servicios



que provee son mission-critical para sus clientes por eso aunque vendan poco han de seguir pagando por los servicios de esta compañía. Su crecimiento orgánico es cercano al 10% de media al año, lo cual es un signo de ventaja competitiva en un sector que apenas crece al ritmo del PIB. Además, cuenta con caja neta y una base de costes variables que le permite adaptarse a cualquier entorno. Esta empresa suele crecer también a base de adquisiciones por eso pensamos que gracias a esta liquidez podrá aprovechar oportunidades en el mercado actual.

En el entorno actual estimamos como máximo un efecto del 10-20% sobre sus ventas y beneficios este año, desde un crecimiento que estaba previsto del 10% para 2020 hasta un 0% en la actualidad. Estamos seguros de que volverá al crecimiento incluso entornos difíciles como ya hizo en 2008. Los fundadores poseen el 50% de las acciones. Hasta hace poco su valoración rara vez bajaba de PER 15, en la actualidad se puede comprar a PER 9x de 2020 ajustando por la posición de caja. Incluso modelando un crecimiento por debajo de su media histórica a 5 años tenemos a PER 15x una valoración de equivalente al triple de su precio de cotización.

La compañía C es una empresa de servicios informáticos de Francia, un sector donde contamos con mucha experiencia. La empresa ya ha confirmado que el impacto de del cierre de la economía le ha hecho reducir tan solo un 10% sobre el mismo periodo del año anterior, gracias a una base de costes altamente variable su efecto en beneficios es similar. Este año preveíamos un crecimiento del 10%, por lo que seguramente se quedará en un crecimiento del 0%-5%, pero desde ahí volverá a crecer. Es una empresa que ha aumentado un 500% sus ventas y beneficios en los últimos 15 años, los servicios que ofrece son críticos para el cliente y con contratos a largo plazo, en 2009 tan solo vio retroceder un 10% sus ventas. La empresa está libre de deudas y cuenta con caja neta, los fundadores poseen muchas acciones y aún dirigen la compañía. Es un sector con buenas perspectivas a largo plazo ya que los servicios que ofrece ayudan a reducir costes a sus clientes. El mercado ofrece las acciones a Per 7x ajustado, teniendo en cuenta un crecimiento de 0% en 2020. Su valor actual es un 100% superior al actual, pero si estimamos un rango bajo de crecimiento por debajo de su media histórica para los próximos 5 años a PER 15x, obtenemos también un valor, que es el triple a su cotización actual. Es más, aunque la empresa cortase en seco su crecimiento en los próximos 5 años a base de generación de caja el PER ajustado por la caja en el año 5 pasa a ser de 3 veces... Es difícil perder dinero a largo plazo con esta clase de escenarios.

Si suponemos en los ejemplos anteriores que el mercado no vaya a valorar estos negocios a múltiplos correctos, y que además nos hayamos equivocado en un 50% en nuestras estimaciones, aún obtenemos rentabilidad de doble dígito.

La compañía D es un REIT de salud en EEUU (sector en el que vemos muchas oportunidades). La empresa posee residencias de ancianos. Ha caído en bolsa porque el mercado ha vendido en masa todos los REIT's sin importar los activos que poseen. Entendemos que, en la situación actual, REIT's con mucha deuda que poseen oficinas, centros comerciales, hoteles... pueden sufrir. Pero los REIT's de salud que poseen hospitales, residencias o centros de investigación de médica, no se ven afectados. La temática de inversión en el envejecimiento de la población es



una las fuertes ahora mismo, pero el mercado no daba oportunidad de invertir a valoraciones atractivas en este sector. Esto ha cambiado gracias a esta crisis. En la actualidad el mercado tiene miedo a que el coronavirus acabe con un % porcentaje de la población senior y afecte a estos negocios. Viendo casos como el de España o Italia observamos muy bajo impacto en estos negocios, ya que deben permanecer abiertos por razones obvias. El principal accionista acaba de comprar un paquete muy importante de acciones con las caídas. Durante la crisis sus beneficios y ventas crecieron ya que es un sector que crece al 5% anual y no tiene riesgo operativo, tan solo recibe rentas con contratos a 10 años de media ajustados a la inflación. Las acciones otorgan de un dividendo del 9% con un pay-out del 80%, por lo que es un dividendo seguro, la empresa tiene un LTV (hipoteca sobre valor de propiedades) bajo, de tan solo el 40%. Estimamos que su valor actual es superior al 70%, además gracias a las fuertes bajadas de tipos de la FED, se va a beneficiar por dos vías. La primera es que el coste de su deuda se va a reducir (deuda avalada con propiedades) y el segundo factor es, que la valoración de los REIT's sube con las bajadas de tipos ya que sus dividendos son más atractivos comparados con el bono a 10 años.

Estos son algunos ejemplos de las empresas en cartera. El resto de las empresas en cartera siguen unas líneas similares.

Este nuevo fondo no cubrirá la divisa ya que como comunicamos anteriormente la idea es reducir costes, aunque eso suponga una mayor volatilidad por efecto divisa. Esperamos que la inversión fuera de zona euro sea inferior al 50% en el momento actual.

Agradecemos mucho su confianza en estos momentos tan volátiles en los mercados. Es de gran ayuda que los partícipes de True Value aporten su capital a un proyecto que precisa de liquidez más que nunca para aprovechar la situación actual que brinda el mercado.

Cartera de True Value

El pasado 17 de Marzo de 2020 hicimos una reunión informativa online, donde explicamos que acciones estábamos tomando ante la situación actual y como estaba afectando el covid-19 a las empresas presentes en la cartera. Adjuntamos el enlace por si desea ver la grabación de dicho evento. (https://www.youtube.com/watch?v=xcJ2G_QhTgk)

A continuación, vamos a describir los cambios que hemos realizado en la cartera de True Value durante el trimestre. Especialmente durante el mes de marzo.

True Value procedió a reducir su posición en negocios que había tenido un buen desempeño en bolsa para aumentar su posición en inversiones más atractivas. Vendimos parte de nuestra inversión en Premium Brands y en Autozone, son dos negocios muy defensivos y poco afectados. También vendimos Boyd Group, Enghouse Systems y Constellation Software ya que tuvieron un buen comportamiento especialmente en las primeras semanas de marzo.



Con estas ventas y la liquidez de la que disponíamos en Febrero ya que el fondo había estado reduciendo su exposición a RV, procedimos a aumentar pesos en aquellas empresas que vemos más atractivas.

El fondo aumentó peso en Devoteam, siendo ahora una de las principales posiciones. Vemos muy poco riesgo en esta compañía, tiene caja neta, buenas perspectivas e ingresos recurrentes. Estimamos una IRR media a 3 años del 25% anual, incluso valorando la compañía con múltiplos muy conservadores y asumiendo 0% de crecimiento este año.

También aumentamos peso en Aerca y Air Lease, de hecho, ahora de forma combinada son la principal posición del fondo. Creemos que los miedos del mercado son infundados, el escenario adverso para estas compañías sería uno donde se cierra el sector aéreo por más de 12-18 meses, cosa que estimamos muy poco probable. Pudimos aumentar peso en cartera a valoraciones de PER 3x, una valoración muy atractiva. Pensamos que cuando pase la volatilidad actual, estas empresas valen más del doble actualmente y a 5 años esperamos multiplicar por 4 veces nuestra inversión, puede parecer osado mencionar estos potenciales ahora mismo, pero es la clase de convicción que tenemos en estas inversiones.

Goeasy fue otra de las empresas en la que hemos aumentado peso en niveles de 25-30\$ por acción. Conocemos muy bien el sector y en crisis anteriores esta clase de empresas hasta ha visto incrementar sus beneficios. La empresa ha estado recomprando acciones de forma muy agresiva a diario desde que comenzaron a caer en Marzo, los insiders también han comprado y poseen más del 20% de la compañía. La empresa no puede seguir recomprando desde el 31 marzo por el black-out period al acabar el trimestre, pero estamos seguros de que estas recompras reanudarán después de la presentación de resultados trimestrales.

SS&C también vio aumentar su peso, cuando bajó de 40\$. Es una empresa que como mucho tendrá un impacto del 5% en sus ventas, ya que el 95% de sus ventas son recurrentes en forma de software y licencias que son mission-critical para el cliente. Pudimos aumentar peso a una valoración de 8 veces FCF en un negocio excepcional, su valoración media histórica es de 18x veces FCF. Pensamos que vale más de 70\$ en la actualidad y más de 100\$ a 3 años vista. Son potenciales muy interesantes para negocios muy buenos.

Dentro de las nuevas incorporaciones tenemos:

S&T AG, es una empresa líder en ingeniería de Alemania, que va a tener un alto crecimiento en los próximos años debido al atractivo mercado en el que opera. Tiene caja neta y le afecta muy poco la situación actual. Conocemos bien esta empresa porque ya estuvo en cartera en el periodo 2015-2016 con buenos resultados.

Akka Technologies. Es otra vieja conocida de True Value, es una compañía de Ingeniería industrial en Francia que opera de forma internacional. Tiene un crecimiento



superior a la media del sector, lo cual indica una ventaja competitiva. Cada vez las empresas invierten más en automatización e I+D y AKKA va a ofrecer esos servicios. Los servicios de la compañía son necesarios para el cliente. Sus ingresos se han visto afectados por el cierre de algunas factorías, pero cuando reabran volverán a la normalidad. La empresa tiene algo más de deuda de la deseada en 2,5x EBITDA (nos gustaría que fuera menos de 1x), pero es una empresa que está generando 100m de FCF, lo cual es un precio de 5x. La empresa tiene un plan de alcanzar más de 150m FCF a 3 años vista (creemos que es realizable). Históricamente ha cotizado a 15x FCF por eso su valor a futuro podría ser de más de 2B€, lo cual significa multiplicar por 4 nuestra inversión.

Gildan Activewear también es otra empresa que teníamos en el radar desde hace tiempo. La empresa fabrica textil de marca blanca (sector en crecimiento), de hecho cuenta en su principal mercado con una cuota del 75%, lo cual le otorga márgenes más altos que sus competidores, y además estos competidores están más endeudados. El equipo gestor de Gildan es de primera y trata muy bien al accionista. Con el cierre de la economía sus ventas bajan, pero en cuanto vuelva a la normalidad sus ventas volverán a niveles similares. El sector textil es muy resistente en cualquier tipo de entorno económico especialmente el tipo de producto que hace Gildan, por eso afecta poco a su futuro una posible crisis. Estimamos que en la actualidad vale el doble ya que cotiza a 7x FCF normalizado y su media histórica es de 15x. A 3 años vista pensamos que vale mucho más. Cuenta con un balance sólido que le permitirá generar valor en tiempos difíciles. Además, su ventaja competitiva reside en su integración vertical única en el sector.

A principio del trimestre compramos acciones de Amazon, por sus buenas perspectivas a largo plazo, su elevada posición competitiva y su excelente equipo gestor. La generación de Flujo de caja va a crecer de forma significativa en los próximos 5 años. Estimamos que entre 2019 y final de 2022 Amazon va a triplicar su FCF pasando de 20B a más de 60B, lo cual deja a las acciones cotizando a las acciones a 15 FCF de beneficios futuros, en una empresa que tiene unas perspectivas de crecimiento futuro muy elevadas con muchas palancas adicionales de rentabilidad (publicidad, Cloud, Rentabilidad en mercados internacionales...). La empresa además se beneficia de la situación actual.

Y finalmente el fondo ha comprado un pequeño paquete de acciones de BUNZL PLC. Es una de las mejores empresas de UK, y que más valor ha generado para sus accionistas. Tiene un negocio de distribución de suministros industriales. Apenas se vio afectada en la crisis de 2008 (aumentó ventas y beneficios) y pensamos que si esto desemboca en una crisis la empresa está bien equipada para soportarla. Hemos podido comprar a 11x FCF, cuando históricamente cotizaba a 20x de media. De hecho esta misma valoración fue el punto más bajo que alcanzó en la crisis de 2008. Además, crece de forma orgánica al ritmo del PIB pero lo complementa con adquisiciones, lo cual le favorece en el mercado actual ya que aparecerán muchas oportunidades y la empresa tiene capacidad de aprovecharlas.



Esperamos haberles ayudado a comprender un poco mejor con esta carta como es la cartera que compone su fondo de inversión. Queremos de esta forma compartir con ustedes nuestro entusiasmo por las oportunidades que ofrece el mercado actual. Entendemos que son momentos volátiles y es precisamente en estas situaciones donde más explicaciones tenemos que dar a los partícipes.

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

True Value Investments SGIIC SA: Alejandro Estebanz Martín y José Luis Benito Corres.