



Carta Q2 2020 accionistas True Value Investments SGIIC S.A.

*“En una ocasión vieron a Diógenes frente a una estatua, con la mano extendida como si pidiera limosna. Le preguntaron con guasa:
-¿Pides limosna a una estatua?
-Si
-¿Crees que te la dará?
-No. No le pido para que me la de sino para acostumbrarme a que no me den”*

Estimados/as partícipes:

Durante el segundo trimestre de 2020 True Value ha tenido un rendimiento positivo del 30%. Desde el inicio del fondo True Value este acumula una rentabilidad positiva del 45%.

De igual forma durante el trimestre nuestro nuevo fondo True Value Small Caps ha tenido un rendimiento positivo del 12%.

El segundo trimestre del 2020 ha sido uno de los mejores que se recuerdan en la historia de la bolsa. Hemos visto como el mercado ha pasado de la más absoluta negatividad a la euforia de las primeras semanas de Junio.

En estos momentos de alta volatilidad es cuando el inversor tiene que recordar el largo plazo, ya que si se deja llevar por las emociones a corto plazo seguramente acabe cometiendo errores. Aún a riesgo de que por momentos pudiéramos parecer que somos como Diógenes pidiendo infructuosamente a un Mercado que reconozca el valor en medianas y pequeñas compañías, tenemos confianza en que al final la “estatua” nos dará y ya estamos viendo señales de ello.

Al igual que en el trimestre anterior recomendamos leer la carta del Q4 de 2019, donde justo antes de se produjera esta crisis explicábamos el método de inversión de True Value y como cada que el fondo había caído más de un 10% ha sido una buena oportunidad de compra o de mantener la inversión. Esta vez no ha sido diferente.

El valor teórico de una empresa es la suma del descuento de sus flujos de caja en el tiempo. Si una empresa va a producir beneficios durante los próximos 20-30 años, aunque supongamos que en un año como el 2020 esos ingresos sean cero, el valor teórico tan solo descende un 5% o 10%. Esto es muy diferente a las grandes minusvalías que hemos visto en bolsa en algunas acciones que llegaron a caer un 50%-70%.



Es cierto que aquellas empresas que no puedan pasar este periodo por la fragilidad de sus negocios o por su elevada deuda, esta comparativa con el descuento de flujos de caja no tiene sentido, ya que algo que pasa a valer cero nunca se recuperará.

Pero como es habitual en el mercado, la venta ha sido indiscriminada y en muchos casos no se ha distinguido entre compañías como Hertz que acaba de anunciar su quiebra por su elevada deuda y empresas como Air Lease presente en True Value y que ha seguido operando con “normalidad” (más adelante hablaremos de la cartera de los fondo.)

Pensamos que todas compañías presentes en los fondos pueden pasar el periodo actual sin problemas financieros y que su valor es significativamente mayor al actual.

No somos expertos en pandemias, pero sí que somos optimistas y creemos que la humanidad ha superado problemas muchos más graves y esta vez no va a ser diferente. Dependiendo el tiempo que tarde en aparecer una vacuna que ya se encuentra en una fase de desarrollo muy avanzada la recuperación puede ser más corta o más larga.

En True Value estamos muy confiados y tranquilos con nuestras carteras actuales ya que cotizan a unas valoraciones muy atractivas y que además son buenos negocios.

Respecto a True Value Small Caps la clase A que tiene una comisión reducida del 0,75% ha tenido una gran acogida entre los inversores y rápidamente ha sido completada en límite de 10 Millones de euros. Son muchos los que se han dirigido a nosotros manifestando que han llegado tarde y que tenían mucho interés en invertir en una clase con comisión reducida. Las nuevas suscripciones tenían que adquirir las participaciones de la clase B, que tiene una comisión fija del 1,35% (sin comisión de resultados). Hemos coordinado con nuestros distribuidores y **hemos decidido reducir la comisión de la clase B hasta un 0,95% y hasta un límite para esta clase de 20 Millones de euros** (clase A 10 MM-clase B 30 MM). En el momento que esta clase ahora modificada alcance dicho límite se abrirá una clase con una comisión fija del 1,35%

Por tanto a partir de ahora en True Value Small Caps tenemos una clase A limitada a 10 MM con una comisión fija del 0,75% y una clase B limitada a 20 MM con una comisión fija del 0,95%.

Estamos trabajando para presentar pronto un nuevo proyecto que esperamos sea de un gran agrado para la comunidad inversora en los próximos meses

El pasado 6 de Julio de 2020 celebramos el webinar habitual de True Value Investments, donde hablamos de la cartera de los fondos, los cambios realizados y las nuevas empresas en las que hemos invertido. Adjuntamos el enlace por si desea ver la grabación de dicho evento: (https://www.youtube.com/watch?v=7hv8TOED_js)



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.

Cartera de True Value

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

Durante el Trimestre True Value ha aumentado ligeramente su liquidez debido a que ciertas posiciones como Goeasy, AerCap y Air Lease estaban muy cerca del límite legal del 10% o directamente lo había superado. Por este motivo durante el mes de Junio se ha procedido reducir esas acciones a niveles más manejables y que dejen espacio a futuras revalorizaciones sin tener el límite legal del 10% y del 40% del fondo en empresas que pesen más de un 5%.

El fondo había comprado agresivamente muchas acciones de estas empresas en marzo y Abril y sobre esas compras adicionales el rendimiento ha sido muy elevado y esto explica porque hemos tenido que reducir más por cuestiones regulatorias que por convicción en las inversiones.

Actualmente estas empresas siguen siendo las principales inversiones del fondo y gracias a la publicación de resultados tenemos más claridad acerca de su negocio y de su valor a largo plazo.

La liquidez ha aumentado en un 5% hasta un nivel del 11%. Esperamos dirigir esa liquidez hacia nuevas ideas o empresas ya presentes en cartera ya que todavía observamos muchas oportunidades en el mercado.

La principal inversión del fondo de forma combinada son las empresas de leasing aéreo AerCap y Air Lease. Después de la presentación de resultados el mercado se dio cuenta de que su modelo de negocio es viable y que puede tener una buena rentabilidad incluso en momentos difíciles de mercado. Su modelo de negocio es mucho más sólido que el de una aerolínea u otras empresas del sector aéreo. Estas empresas acaban de emitir deuda durante el mes de Junio a 4-5 años a tasas del 3-4%, niveles similares a lo que lo hacían antes de la crisis del covid-19, esto nos da una idea de que el mercado ya no ve riesgo en su modelo de negocio. Mientras acciones cotizan en bolsa a valoraciones de PER 3 y PER 5 de beneficios normalizados.

Goeasy es la empresa que tiene más peso de forma individual en el fondo y en la cual aumentamos su peso significativamente en niveles de 25-30\$CAD, ya que las acciones habían



caído desde casi 80\$. La presentación de resultados en Mayo confirmo al mercado que su modelo de negocio es muy resistente a las crisis. Reportó un crecimiento de beneficios superior al 20%, confirmó que la morosidad incluso se vería reducida en el Q2 de 2020 y además aumento el ritmo de recompra de acciones.

SS&C también reportó unos sólidos resultados. En el peor de los escenarios su beneficios apenas se reducirán en 2020, su modelo de negocio es muy recurrente y cotiza a tan solo 13 veces beneficios ajustado de 2020. Sigue siendo una de las principales posiciones.

Con posterioridad a la finalización del trimestre hemos recibido una OPA a 98€ sobre las acciones de Devoteam que eran nuestra 2ª mayor posición con un peso del 7%. Esta OPA está liderada por el equipo fundador, por lo que es muy probable que salga adelante. Pensamos que el precio justo en la actualidad era algo superior, pero esta fuerte inyección de liquidez es de agradecer en un momento donde hay muchas empresas medianas y pequeñas a precios excelente.

Respecto a las empresas IT de Francia que suponen un peso combinado de casi el 10% del fondo, estamos muy contentos con los resultados del Q1 de 2020, donde ya se había solucionado parte de la presión en márgenes que había habido en 2018 y 2019.

Esperamos que soporten muy bien esta crisis porque apenas tienen deuda y su modelo de negocio es tan bien muy recurrente. Se esperan caídas en ventas como máximo del 10%, incluso en algunas de nuestras posiciones se espera que puedan crecer durante este año.

El siguiente grupo de acciones en cartera son las grandes compañías como Amazon, Google, Facebook o Berkshire, que tampoco se han visto afectadas y su comportamiento en bolsa ha sido satisfactorio. Cotizan a múltiplos más elevados que el resto de la cartera pero está justificado por las características de sus negocios.

Respecto a empresas más afectadas por el covid-19 como MTY Food, Keckseng o Gym Group, observamos una clara recuperación en sus negocios. Gym Group ha sido la única compañía del fondo que ha tenido que hacer una ampliación de capital, pero creemos que un sector que va a haber stress, es la compañía mejor posicionada. MTY ha confirmado que el peor trimestre de 2020 va a ser el Q2 con unas pérdidas de 10M\$, cifra muy asumible por la compañía ya que tienen liquidez y líneas de crédito, esperamos una vuelta a la normalidad en 2021. Mientras el fondo ha aumentado su posición a precios muy atractivos. Keckseng a pesar de haberse visto afectada por el cierre de sus hoteles, al no tener deuda estamos muy tranquilos y es otra compañía con mucha opcionalidad si hay más stress en el sector ya que es donde más valor ha generado históricamente.

En resumen, tenemos una cartera muy interesante para los próximos 3 años, que se comportará de forma más volátil a la normal en el corto plazo, pero eso no debe hacer que el



partícipe de True Value sobre reaccione a corto plazo y tome malas decisiones por este momento de nerviosismo que se está viviendo en las bolsas.

Nuestro consejo es que miren la cotización de las acciones y las noticias lo menos posible y de esa forma el resultado será satisfactorio a largo plazo.

True Value Small Caps F.I.

Estamos muy agradecidos por el apoyo que han dado los partícipes de True Value Small Caps a este nuevo fondo, en apenas 3 meses ya cuenta con un patrimonio de 10M€. A pesar de que el nivel de inversión ha sido bajo durante el trimestre ha generado un rendimiento positivo del 12%.

El fondo se encuentra ya invertido al 76% y nuestra intención en este fondo es estar invertidos por encima del 95%, ya que en el segmento de small caps es donde más oportunidades encontramos en el mercado actual.

Ya hemos tenido pequeños éxitos en este nuevo fondo. Hemos recibido la primera OPA sobre Envea a 110€, de igual forma habíamos invertido en las acciones de GAN Ltd, un proveedor de software para el sector del juego online que se ha revalorizado más de un 200% desde el inicio de posición hace 2 meses. El fondo ha procedido a vender parte de su posición.

Dentro de la cartera la principal posición actual son los REIT's de salud de USA, sector muy atractivo y con alta rentabilidad que estaba barato por una mala percepción del mercado. De forma combinada supone casi el 10% del fondo. Los 3 REIT's en cartera han presentado sólidos resultados, hemos cobrado altos dividendos y se encuentran cotizando a múltiplos por debajo de su media histórica.

Hemos iniciado posiciones en Albioma empresa del sector de energías renovables, a pesar de que su negocio es muy predecible (como el resto de empresas eléctricas), cuenta con contratos a 30-40 años y protegidos contra la inflación. A 30€ el mercado ofrecía sus acciones a tan solo 10 veces FCF normalizado y creciendo a un ritmo del 10% anual. Es el tipo de inversión que encaja mucho en la filosofía de True Value, ya que es un negocio con una alta visibilidad, un crecimiento moderado y una valoración muy atractiva.

El fondo también ha iniciado una posición en Colliers Group. Es una buena empresa del sector de los brokers inmobiliarios a pesar de que es más pequeña que JLL o CBRE, está



ganando cuota de mercado y el equipo directivo es de los mejores de su industria. Es un sector que el mercado ofrece barato porque estima que el número de transacciones inmobiliarias se va a reducir, esa es la visión generalizada. Lo que olvida el mercado es que un gran porcentaje de los ingresos de estas empresas son recurrentes por renovaciones de leasings. También poseen muchos ingresos fijos en forma de comisiones por gestión de activo inmobiliarios. También cobra comisiones fijas por la gestión de fondos inmobiliarios. En un año como 2009 que fue terrible para el sector inmobiliario su ventas tan solo bajaron un 3% y en 2011 un 6% durante la crisis del euro. Gracias a esta falta de visión del mercado podemos invertir a 9 veces FCF normalizado y menos de 6x EV/EBITDA. Es remarcable este precio en una empresa que ha tenido un sólido crecimiento y que tiene una gran oportunidad en los próximos años.

En próximas comunicaciones ampliaremos información acerca de las nuevas inversiones del fondo con la liquidez aún disponible

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

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