



## Carta Q3 2020 accionistas True Value Investments SGIIC S.A.

*“Un grupo de científicos estaba estudiando el comportamiento social de los monos. Utilizaban cinco machos a los que habían enjaulado y a los que sometían a diversas pruebas. Un día colocaron un árbol seco en medio de la jaula y en la rama más alta colgaron un racimo generoso de apetitosas bananas. Inmediatamente uno de los simios se lanzó a trepar por el árbol para alcanzar el racimo, pero en ese momento unos chorros de agua helada empaparon a todos los monos que gritaban y corrían espantados intentando huir. Este intento de subir al árbol se repitió diez o doce veces, pero en cada ocasión que un mono trepaba por el árbol dirigiéndose hacia el deseado racimo de bananas volvía a producirse la descarga de agua helada que tanto fastidiaba a los monos.*

*Así sucedió hasta que un día uno de los monos intentó subir al árbol y en ese momento los otros cuatro le agarraron y le pegaron para hacerle desistir de la idea. Dos días más tarde, los científicos introdujeron un nuevo mono que sustituyó a uno de los antiguos. El nuevo mono se lanzó hacia el árbol en cuanto divisó el racimo de bananas. Nada más empezar a trepar, los otros cuatro se lanzaron hacia él y le pegaron para que no subiera. Después de varios intentos y varias palizas, “el nuevo” no volvió a intentarlo. Introdujeron entonces un segundo mono y sacaron a otro de los más antiguos y la escena se repitió exactamente igual. Además, el primer sustituto participó en el castigo que se infligió a este segundo sustituto. Los científicos fueron sustituyendo a todos los monos del grupo inicial, de manera que en un momento dado todos los monos que quedaban en la jaula nunca habían recibido las duchas de agua helada. Sin embargo, ninguno se atrevía a subir al árbol. Y, si se introducía un mono nuevo, recibía reprimendas y golpes si lo intentaba.*

*La pena es que nunca pudieron preguntarles a los monos el porqué de su comportamiento. Aunque es seguro que, si lo hubiesen podido hacer, los monos hubiesen respondido: “No sé, las cosas siempre se hicieron así”.*

Adaptado de “Cuentos que mi jefe nunca me contó”, de Juan Mateos

Estimados/as partícipes:

Durante el tercer trimestre de 2020, True Value ha tenido un rendimiento positivo del 5,8%. Desde el inicio del fondo True Value este acumula una rentabilidad positiva del 54%.

De igual forma, durante el trimestre nuestro nuevo fondo True Value Small Caps ha tenido un rendimiento positivo del 8,75%. Desde su lanzamiento en 2020 acumula un rendimiento positivo del 22%.



El tercer trimestre de 2020 ha estado marcado en un primer momento por la euforia respecto a los avances de la vacuna del Covid-19 y posteriormente se pasó al pesimismo derivado de las noticias negativas sobre los nuevos casos y retrasos en la vacuna. Este es el comportamiento clásico de los mercados que tantas veces ha sido descrito por Warren Buffett y Benjamin Graham.

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 vez 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.

Estamos contentos de poder anunciar una nueva web remodelada donde se puede acceder a toda la información relativa a nuestros fondos y actividad.

## Nuevo proyecto: True Capital F.I.

Desde que iniciamos True Value, siempre hemos tratado de diferenciarnos y ofrecer soluciones de inversión escuchando a lo que nos demandan nuestros partícipes. De esta forma, una vez que tuvimos la independencia que otorga una gestora, lanzamos True Value Small Caps. Y ahora es el momento de **True Capital**. Nos hace mucha ilusión poder ofrecer este proyecto a la comunidad inversora.

A diferencia de lo sucedido en el relato de inicio de la carta, nosotros no nos contentamos con la explicación de que las cosas se hacen “**porque siempre se han hecho así**”, y pensamos que hay nuevas formas de hacerlas.

La manera más sencilla de definir **True Capital** es “un fondo de gestión activa con las ventajas de la gestión pasiva”. True Capital va a ser un fondo que invierte en los mejores negocios del mundo, con buenas perspectivas a largo plazo y donde la valoración tenga sentido. Todo ello con la comisión de gestión más baja de toda España en cuanto a fondos de gestión activa: un **0,33%** sin comisión de éxito.

Queremos dar las gracias al Banco Alcalá, ya que ha sido la pieza clave para poder lanzar este fondo de inversión revolucionario en España y nos ha apoyado con el capital inicial, con ciertas labores de back office y con la comercialización del fondo.

Las dos ventajas principales de la gestión pasiva en nuestra opinión son los bajos costes, un alto grado de diversificación y la simplicidad de que comprando un solo índice el inversor tiene acceso a un número suficiente de inversiones. Sin embargo, la gestión pasiva tiene la desventaja de que no hay una “supervisión humana” para controlar la valoración y los fundamentales de los activos que forman parte del índice en cuestión.

De esta forma, pueden darse periodos como el del año 2000 al 2012 donde incluso alguno de los mejores índices, como el S&P 500, estuvo 12 años cotizando al mismo nivel. La principal causa de este mal comportamiento de los índices durante más de 10 años fue una valoración muy elevada, ya que los fundamentales de las empresas lo siguieron haciendo bien. En aquellos momentos, empresas como Coca-Cola que, a pesar de ser un buen negocio, apenas crecía y cotizaba a un PER de 40 veces, más del doble de su media de valoración habitual. Esto sucedió con muchas compañías. De esta manera, muchas empresas tuvieron que crecer sus beneficios durante años hasta que la valoración tuvo sentido de nuevo y pudieron volver a crecer en bolsa como hemos visto en los últimos 8 años.

De este modo, True Capital tiene 5 factores diferenciales:

1. En primer lugar, ofrece una comisión del 0,33% al nivel de la gestión pasiva en España, desde un capital mínimo tan bajo como solo 10€.
2. El fondo invertirá en 30-40 compañías de gran capitalización de alta calidad para ofrecer un alto grado de diversificación al igual que hace la gestión pasiva. Estas compañías serán negocios resistentes a las crisis, con buenas perspectivas y con directivas alineadas.
3. El fondo será sensible a la valoración de las empresas que formen parte del mismo. Simplemente no contemplamos invertir a cualquier precio.
4. El fondo tiene un objetivo de rentabilidad de entre el 5% al 10%, con una baja volatilidad. Podríamos definir este estilo de inversión como Renta variable conservadora. En un entorno actual, donde la renta fija está en situación de burbuja con valoraciones extremas, pensamos que los bancos centrales están forzando al ahorrador a convertirse en inversor. Por este motivo, pensamos que True Capital ofrece una forma sencilla y fácil de entender para aquellos inversores que no desean complicarse mucho, que buscan bajos costes y el valor añadido de un gestor que supervise los activos que forman su cartera.
5. El fondo no cubrirá divisa y la rotación de cartera será inferior a otros productos de True Value, ya que el objetivo es mantener los costes bajos.

Algunos partícipes nos preguntan acerca de las comisiones de otros fondos de True Value. Queremos aclarar que cuando True Value F.I. comenzó su andadura, se firmaron una serie de acuerdos con socios comerciales del fondo para su promoción y distribución (plataformas, agentes, bancos de inversión...), lo cual no nos permite tener mucho espacio para la modificación de comisiones. Ya hemos dado un primer paso desde que tenemos la flexibilidad de una gestora con el lanzamiento de True Value Small Caps. Este nuevo proyecto supone un avance muy importante. True Value Investments ha ajustado mucho su margen comercial en este nuevo fondo que, pensamos, satisface muchas de las peticiones de los inversores.

Nos gustaría solicitar el apoyo a este nuevo proyecto de la comunidad inversora, ya que, si tiene éxito, revolucionará para siempre la industria de fondos y de gestión activa en España, y demostrará que sí se pueden ofrecer buenas soluciones de inversión con las características que demanda el cliente hoy en día.



El fondo será contratable a través del Banco Alcalá (tanto online como presencial), también estará presente en Allfunds y en la plataforma de Inversis (MyInvestor ya tiene disponible el fondo para su contratación de forma fácil y rápida).

El pasado **7 de octubre de 2020** tuvo lugar el webinar de presentación y lanzamiento del nuevo fondo True Capital. Si desea ver la grabación del evento, puede hacerlo en el siguiente enlace:

[https://www.youtube.com/watch?v=r-EqJPoHz2o&feature=emb\\_title](https://www.youtube.com/watch?v=r-EqJPoHz2o&feature=emb_title)

## True Value Small Caps F.I.

Estamos muy contentos con la cartera que hemos formado en este nuevo fondo, dado que las oportunidades son muy abundantes en small caps: estamos ya en un nivel de inversión superior al 90% y esperamos en breve superar el 95%.

Durante el trimestre, hemos incorporado nuevas posiciones al fondo en acciones como Betterware, Research Solutions, CPL Resources y SDI Group.

En el caso concreto de Betterware, lo hemos hecho mediante warrants en los que acumulamos una revalorización superior al 100%. Esta clase de situaciones especiales no son nuevas para nosotros y ya las habíamos ejecutado en el pasado. Gracias a este nuevo vehículo de inversión en True Value Small Caps, podemos implementar estrategias con una excelente relación riesgo/recompensa en activos ilíquidos.

El caso de SDI Group es una situación similar donde, gracias al modesto tamaño de True Value Small Caps, podemos acumular rápidamente una posición significativa cuando el mercado ofrece una ventana de oportunidad. SDI es una empresa similar a Judges Scientific con la que hemos tenido muy buen resultado en el pasado. SDI, al igual que Judges, es una empresa que se dedica a fabricar y comercializar aparatos de medida y testeo, un buen sector para invertir. Igualmente, está aplicando la estrategia de Judges Scientific que consiste en adquirir pequeñas empresas a buenos precios para integrarlas en su grupo. Además, la compañía ha sido afectada por el Covid-19, ya que fabrica ciertos instrumentos que han visto incrementada su demanda para labores relacionadas con la pandemia. SDI también cuenta con una baja deuda. Hemos podido invertir a menos de PER 14x en este gran negocio, que no es cíclico y que puede crecer en los próximos 5 años a tasas de entre el 15% al 20%.

CPL Resources no tiene nada que ver con las materias primas a pesar de su nombre. CPL ofrece servicios de outsourcing de RRHH. Históricamente, las agencias de trabajo temporal han sido negocios cíclicos, pero desde hace unos años esta compañía ha rotado su modelo de negocio y la parte de trabajo temporal solo supone el 20% de los ingresos, mientras que el negocio de outsourcing para empresas, que no es cíclico, ya supone la mayor parte del negocio. La empresa está dirigida por su fundadora que, junto con su marido, posee más del 35% de las acciones. Históricamente, han tratado muy bien al accionista y han realizado 2 tender-offers



(recompras aceleradas de acciones) en los últimos 7 años. Su crecimiento ha sido orgánico, pero también complementado con M&A. Esperamos que sigan creciendo a ritmos superiores al 10% en el futuro, con un negocio resistente a las crisis. De hecho, acaban de publicar sus últimos resultados y han conseguido hacer crecer los beneficios a pesar del Covid-19, mientras que otras compañías de trabajo temporal han tenido importantes pérdidas y caídas en bolsa. Es una compañía todavía pequeña que puede escalar su modelo de negocio por muchos años.

Es una compañía de Irlanda, con una baja liquidez y poco conocida. Pensamos que puede dar muchas alegrías a los accionistas de True Value Small Caps en el futuro. En la actualidad capitaliza 200M€, tiene en caja neta 65M y esperamos que en los próximos 12 meses acumule 90M en caja neta, lo que equivale a 3€ por acción. Por lo que estamos pagando PER 5x, por una compañía que puede ganar 1€ por acción en los próximos 12-24 meses.

En 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 entre 10 MM y 30 MM). En el momento en el que esta clase, ahora modificada, alcance dicho límite, se abrirá una clase **C** 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%.

El pasado **13 de octubre 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=moFRFHUMpF8&feature=emb\\_logo](https://www.youtube.com/watch?v=moFRFHUMpF8&feature=emb_logo)



## True Value F.I.

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

Durante el trimestre, en True Value hemos usado la liquidez que hemos recibido de las OPA's de Devoteam y de Groupe Open para aumentar peso en posiciones ya existentes o en nuevas empresas. Después de dichas OPA's, la liquidez había aumentado hasta el 20%, pero paulatinamente se ha ido reduciendo por debajo del 7%.

El fondo aumentó posiciones en AerCap, Air Lease, Goeasy, MTY Food, y también inició nuevas posiciones en Autozone, empresa que ya había estado en el pasado en el fondo.

La principal inversión del fondo de forma combinada son las empresas de leasing aéreo AerCap y Air Lease. Durante el trimestre, han seguido presentando sólidos resultados con beneficios por acción similares o superiores a los del año 2019, por increíble que parezca. Estas compañías siguen emitiendo deuda incluso en mejores términos de lo que lo hicieron en 2019. Las acciones de estas empresas cotizan a PER 3x y PER 4x, niveles que podrían parecer propios de empresas en problemas. Sin embargo, el mercado de deuda no ve ningún problema en la solvencia de estos negocios, ya que se siguen financiando a tasas muy bajas: del 2,8% en el caso de Air Lease o 3,5% en el caso de AerCap. Sin embargo, empresas más débiles del sector aéreo, como son las aerolíneas, tienen cerrado el mercado de deuda o las tasas de financiación superan el 10% por el elevado riesgo que ve el mercado de deuda. El sector tardará en normalizarse 12-24 meses, una vez que aparezca la tan anunciada vacuna y la gente recupere sus hábitos normales de viaje.

Pensamos que AerCap vale más de 3 veces su precio actual a 2-3 años vista y que Air Lease vale un 100% en el mismo plazo. Por ello, hemos aumentado peso, ya que ofrecen una rentabilidad muy alta con valoraciones conservadas en un plazo razonable de tiempo.

Goeasy es la empresa que tiene más peso de forma individual en el fondo y en la que aumentamos su peso significativamente en niveles de 25-30\$CAD, ya que las acciones habían caído desde casi 80\$. La presentación de resultados en agosto confirma nuestra tesis. De nuevo, es una empresa que ha aumentado sus beneficios por acción en un 20% durante la crisis y que sigue recomprando acciones. Se espera que gane cerca de 8\$ los próximos 12 meses. El mercado valora las acciones a menos de PER 8x con un crecimiento esperado para los próximos años superior al 15%. Estimamos un valor intrínseco superior a 150\$ a 3-5 años vista.

SS&C también ha reportado buenos resultados, lo cual confirma la solidez de su modelo de negocio. En el peor de los escenarios, sus beneficios apenas se reducirán en 2020, su modelo de negocio es muy recurrente y cotiza a tan solo 14 veces beneficios ajustado de 2020. Sigue siendo una de las principales posiciones.



El siguiente grupo de acciones son las grandes compañías como Google, Facebook, Amazon y Berkshire, que han tenido un muy buen comportamiento este trimestre dado que han publicado buenos resultados. Hemos procedido a reducir ligeramente el peso en cartera, salvo en el caso de Berkshire que ha aumentado por el elevado margen de seguridad que existe.

A principios del trimestre aumentamos peso en MTY a 27\$-30\$ una vez que tuvimos los datos correctos para analizar cómo le afectará el Covid-19. Incluso en este año tan difícil va a generar 90M en FCF, que debería crecer hasta 120M en 2021. Históricamente, MTY ha cotizado a 15x FCF, por lo que su valor intrínseco a un año vista es de 70\$. Eso no quiere decir que en bolsa vaya a reconocer inmediatamente este valor, pero sí que nos da una idea del elevado margen de seguridad que existe. Aproximadamente el 50% de los ingresos de MTY proviene de pizzerías y heladerías que se han visto beneficiadas por la crisis y sus ventas comprobables han aumentado. Esto compensa la caída de ventas del 20-30% en otros conceptos de restaurantes de MTY. El segmento más afectado es el 20% de las ventas relacionadas con restaurantes tradicionales. Recientemente, la compañía ha publicado unos excelentes resultados que confirman esta teoría. La empresa incluso ha aumentado sus beneficios respecto a 2019, pero la cotización sigue un 35% por debajo de los máximos alcanzados. Es reseñable que ha conseguido estos resultados con una caída de ventas del 17% en el trimestre gracias a un control de costes muy importante, y a un modelo de negocio muy sólido. Somos muy optimistas con la empresa de cara al futuro una vez recupere sus ventas al 100%. MTY también ha manifestado que hay muchas oportunidades de hacer adquisiciones en un entorno tan difícil para algunas cadenas de restaurantes. La compañía ha dicho que espera aprovechar estas oportunidades durante los próximos trimestres, gracias a su alta generación de caja.

Estamos muy contentos con las carteras que hemos formado en ambos fondos de cara a los próximos 2-3 años. Creemos que esta crisis ha creado muy buenas oportunidades de inversión que se materializarán a medida que se vuelva a la normalidad en la economía y en los mercados.

\*\*\*\*\*

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

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