

## SOLVENTIS EOS, Sicav

### Informe enero 2018

Este mes, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del **+1,6%** y el índice DJ Eurostoxx 50 un **+3,0%** (un **+3,1%** si incluimos dividendos).

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un **92,2%** a la del índice o un **51,9%** si incluimos dividendos. A su vez, resaltaríamos positivamente su menor nivel de volatilidad, siendo históricamente y de forma constante, alrededor de un **30%** inferior.



El valor en profundidad de este mes es:  
SBM Offshore

Año	Solventis EOS	Eurostoxx 50 TR [con divid.]	Dif.	Eurostoxx 50	Dif.
2018	1,6%	3,1%	-1,5%	3,0%	-1,4%
2017	14,4%	9,2%	5,3%	6,5%	7,9%
2016	11,8%	3,7%	8,1%	0,7%	11,1%
2015	3,2%	6,4%	-3,2%	3,8%	-0,7%
2014	7,6%	4,0%	3,6%	1,2%	6,4%
2013	21,3%	21,5%	-0,3%	17,9%	3,3%
2012	10,8%	18,1%	-7,3%	13,8%	-3,0%
2011	-17,9%	-14,1%	-3,8%	-17,1%	-0,9%
2010	9,0%	-2,8%	11,8%	-5,8%	14,8%
2009	20,4%	25,7%	-5,3%	21,1%	-0,8%
2008	-25,8%	-42,4%	16,6%	-44,4%	18,6%
2007	0,2%	9,6%	-9,4%	6,8%	-6,6%
2006(jul)	23,1%	13,4%	9,7%	12,8%	10,3%
<b>Rentabilidad acumulada</b>	<b>91,1%</b>	<b>39,1%</b>	<b>51,9%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>92,2%</b>
<b>Rentabilidad anual (TAE)</b>	<b>5,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>5,9%</b>
<b>Volatilidad (12 meses)</b>	<b>7,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>-3,6%</b>

## Comportamiento y movimientos de la cartera:

El mes de enero supone el pistoletazo de salida al nuevo año, esto suele conllevar que las personas nos pongamos nuevos retos y metas. Cualquier propósito habitúa a comenzar con una energía inicial descomunal, pero a veces con el paso del tiempo esta energía se va difuminando y acaba por desaparecer. Para evitar que estas metas se pierdan tras el paso de las semanas debemos recordar la cita de Ralph Waldo Emerson que dice "Sin ambición no se empieza nada. Sin trabajo no se termina nada", son por tanto la fuerza de voluntad y la perseverancia los ejes fundamentales para la consecución de nuestros objetivos. En Solventis EOS continuamos fieles a nuestra filosofía de que año nuevo no significa cartera nueva, sino una continuación de nuestra tarea de análisis y valoración de empresas.

Este primer mes del año ha sido relativamente tranquilo, con subidas generalizadas de los índices, aunque también hemos experimentado algún que otro susto en determinadas compañías. El mes de enero es el calentamiento previo a la presentación de resultados que se desarrolla durante febrero, y por tanto nos guarda algún "profit warning" como el que sufrimos en Fingerprint Cards. La empresa sueca dio a conocer que sus ganancias estarían por debajo de las estimaciones del consenso debido a un mercado, el de los smartphones, débil, así como una competencia feroz que promueve una intensa presión en precios. Aún con todo y tras revisar nuestra valoración, consideramos que 2017 ha sido la "tormenta perfecta" para Fingerprint, pero que el temporal amainará debido a la desaparición de sus problemas de inventario, así como a las diferentes medidas de reestructuración que han sido puestas en marcha. Si bien el riesgo tecnológico lo tenemos presente y por ello el peso de la compañía en nuestra cartera es limitado (1,3%).

Durante este mes, y a pesar de la calma existente en el mercado hemos realizado algunas compras y ventas que detallamos a continuación:

En el apartado de ventas, seguimos con nuestra reducción de peso en empresas fabricantes de componentes de automoción como es el caso de Deutz. El fabricante de motores de combustión alemán ha experimentado una importante mejora en márgenes en el último año que ha acelerado su cotización llevándola a cotizar en PER de 12-14x, lo que ha reducido nuestro margen de seguridad y ha provocado la liquidación de nuestra posición. También hemos vendido la totalidad de nuestra posición en Bureau Veritas. En el caso de la compañía francesa de certificación se podría aplicar el dicho que reza "La calidad se paga", pero en ocasiones este precio a pagar es demasiado alto y se encuentran oportunidades alternativas con una mejor ecuación calidad-precio, y éste ha sido el caso de Bureau Veritas. Por último, hemos disminuido nuestro peso en Bolloré del 5,5% al 4%, atendiendo a la reducción de nuestro margen de seguridad, pero sin perder de vista el hecho de que buena parte de sus activos (puertos) son irremplazables, y por tanto suponen una valiosa barrera de entrada.

En el apartado de compras, seguimos incrementando nuestro peso en Reino Unido, no se trata de una decisión deliberada, sino que estamos encontrando buenas empresas ciertamente infravaloradas, es el caso de Greencore y De la Rue. Esta última tiene tres segmentos, el primero dedicado a la impresión de billetes, donde cuenta con contratos a largo plazo con el Banco de Inglaterra entre otros, el segundo dedicado a la expedición de pasaportes y DNIs y el tercero focalizado en la autenticación de productos dificultando así la falsificación de los mismos. Todo ello ofrece una enorme predictibilidad de sus ingresos, así como unos elevados márgenes, hechos que creemos que el mercado no está valorando adecuadamente.

También hemos incorporado a cartera Heidelberger Druck. Es una compañía alemana dedicada a la fabricación y posterior venta al por mayor de máquinas de impresión. Cuenta con una cuota de mercado cercana al 40%, lo que le otorga una posición de liderazgo que ha mantenido con el paso de los años. Es cierto que es un sector de capa caída a la vez que apartado por buena parte de la comunidad inversora. Aunque tras analizar la compañía y hablar con ellos, nos dimos cuenta que su estrategia no consiste en vender más máquinas sino en fidelizar a sus clientes a través de un modelo de suscripción, en el que la máquina no es el verdadero beneficio, sino que lo son los consumibles (tónor y tinta), ya que estos son consumidos recurrentemente y ofrecen amplios márgenes. A esto hay que añadir su otra fuente de crecimiento que es la fabricación de máquinas de impresión de etiquetas, este segmento tiene un elevado potencial de crecimiento, además de permitir apalancar su ya existente fuerza comercial.

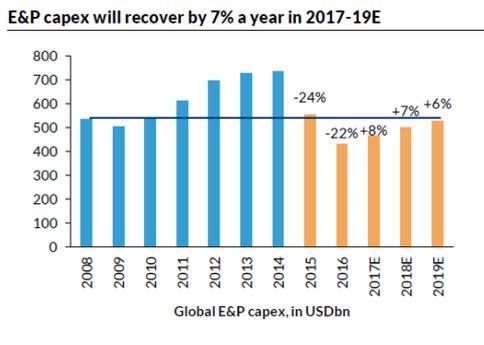
**Valor en Cartera: SBM Offshore.**

Precio: 15,03 EUR (31 enero 2018) *Precio adq. : 14,96 EUR*  
 Capitalización: 3.036 mill. EUR  
 Deuda Neta ajustada: 5.470 mill. EUR  
 PER ajustado: 8,5x

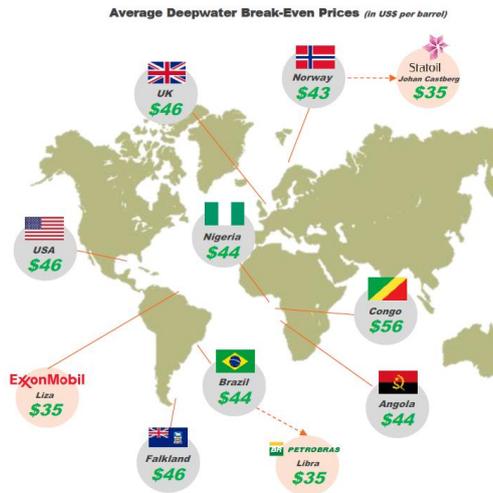
Invertir en una empresa que compra un barco de más de 300 metros de eslora por 100 millones de dólares para luego desmontarlo por completo puede ser una locura. Invertir en una empresa que se dedica a la extracción de petróleo en aguas profundas puede ser una temeridad. Invertir en una empresa de barcos con la bajada de los fletes puede ser una imprudencia. Invertir en una empresa cuyos clientes han bajado casi un 50% su gasto en capital puede ser un sinsentido.

Pues justamente esto es lo que hace la holandesa SBM Offshore. La empresa es líder en construcción de barcos para la extracción de crudo en aguas profundas, los llamados FPSO (*Floating, Production, Storage and Offloading*), barcos que extraen, almacenan y descargan petróleo en alta mar. A esta unidad de negocio la llaman *Turnkey*. Además, una vez fabricados suele fletarlos y operarlos en nombre de terceros, unidad cuyo nombre es *Lease & Operate*.

Bien es cierto que el sector se transformó justo después de la crisis financiera y la fuerte bajada del precio del crudo en 2014. Esto provocó una parada en inversión en capital (*capex*) notable en los años posteriores, 2015 y 2016, lo cual dio en la "línea de flotación" de los pozos situados en mar abierto, los llamados *offshore*, en concreto los de aguas profundas, ya que eran los que tenían costes más altos. Pero el fuerte ajuste del sector ha permitido que los costes de estos yacimientos bajaran hasta el 40% en algunos casos y ya empezaran a ser económicamente viables.



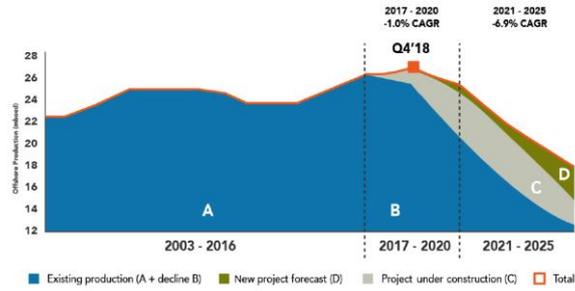
Source: Kepler Cheuvreux estimates



Source: Upstream Online, McKinsey Energy Insights, Arco Securities, SBM Offshore, various media quotes, company presentations. Includes projects expected to come on stream between 2017 and 2020; percent change of price level 2015 vs 2017.

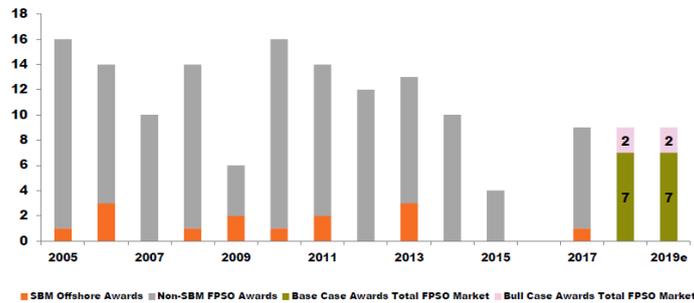
Si a esta bajada de inversión le añadimos que la producción en mar abierto (*offshore*) disminuirá notablemente debido a que los pozos se agotan, el resultado es que se necesitará inversión adicional para poder abastecer a la demanda de crudo.

**Lack of investments will impact future offshore production**

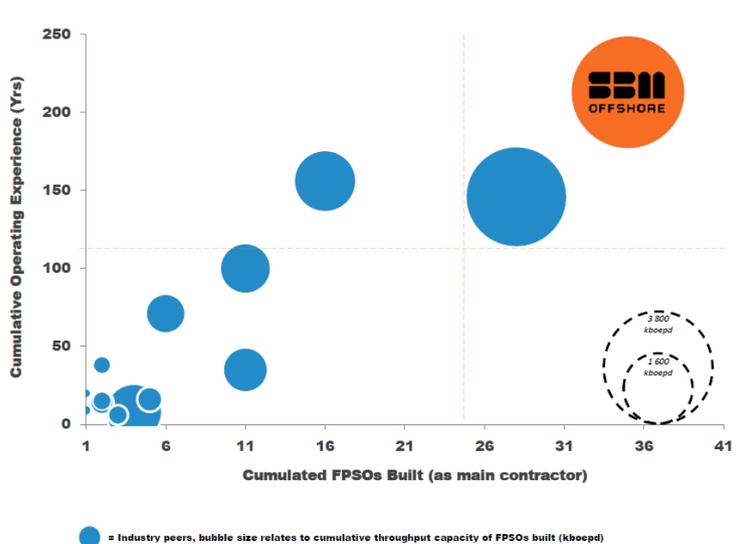


Pero centrándonos en el segmento de SBM Offshore, vemos que la bajada de *capex* también le afectó, dando como resultado una bajada en la construcción de barcos, llegando a su nivel más bajo en 2016.

**Historical and Estimated Total FPSO Market Awards**



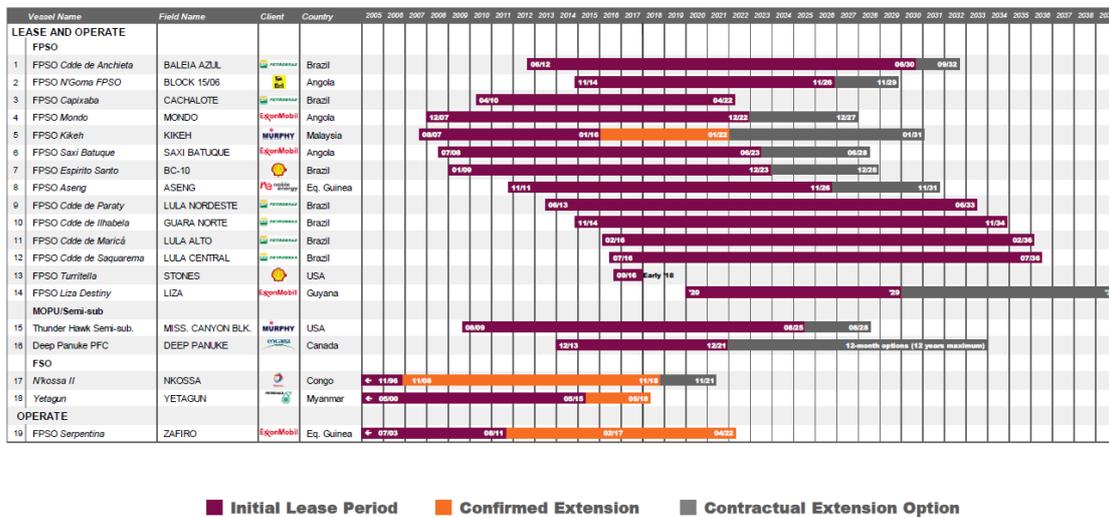
No obstante, y visto lo anterior, las inversiones vuelven a su cauce y con ellas la petición de barcos. Aquí hay que remarcar que la experiencia es muy importante en la construcción de FPSO. El motivo no es otro que un pequeño retraso de 11 meses en la entrega puede provocar una pérdida al cliente por valor de 600 millones de dólares. En este punto, SBM Offshore tiene el privilegio de haber entregado 10 de los 16 últimos barcos en plazo. Por todo ello, la empresa goza de una ventaja competitiva clara, ya que mejores resultados atraen a mayores pedidos, y mayores pedidos a mejores resultados, gracias a esa experiencia la fabricación y el plazo se perfeccionan, tal y como se aprecia en el siguiente gráfico.



Source: SBM Offshore research

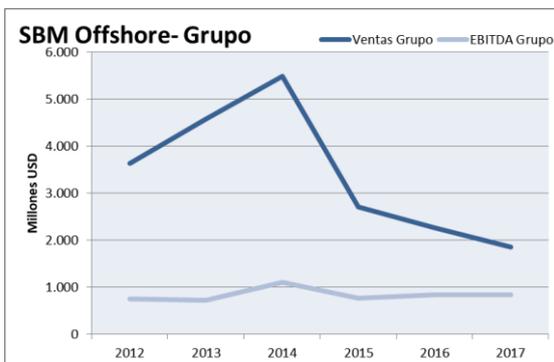
A parte de la construcción de barcos FPSO, SBM Offshore los alquila y los opera en nombre de terceros. La operativa es simple, un cliente, como puede ser ExxonMobil, Eni o Shell le piden la construcción de un barco para operarlo durante 10 años o más en un pozo concreto de África por ejemplo. Para ello SBM estructura la operación como un *Project Finance*, con lo que se asegura la financiación de la construcción y los ingresos para los próximos 10 o 20 años, con lo que los ingresos son independientes de la evolución de los fletes. ¿Y qué ocurre si el barco se hunde? Pues que la deuda también lo hace con él. Por tanto, se puede observar que esta parte del negocio, *Lease & Operate*, goza de una clara visibilidad, estabilidad y es prácticamente independiente del precio del petróleo. Para saber cuán fuerte es esta parte en el negocio, tan solo hay que ver los pedidos firmados (sin incluir los que podría ganar) que tiene la empresa, que representan más de 11 años de ventas. En el gráfico siguiente puede observarse la flota de la empresa y los años vigentes de contrato.

**L&O Portfolio Average Duration: 11.6 years<sup>(1)</sup>**



<sup>(1)</sup> Assumes the exercise of all lease extensions  
Please note, Maritim Sul and Yetagan extension removed, Anchieta, Espirito Santo and Thunderhawk information updated. No material change to back-stop date after extensions

Entrando en valoración, observamos dos negocios relacionados entre sí pero muy distintos. El más estable y visible, el de *Lease & Operate*, que es la unidad de negocio que opera barcos, y el *Turnkey*, que se dedica a la construcción de barcos. En los siguientes gráficos puede observarse que la volatilidad de ventas y resultados se basa principalmente en la pata constructora.



La empresa vale hoy unos 3.000 millones de euros y tiene unos 5.500 millones de euros en deuda, aunque buena parte es sin recurso (la tiene el *Project Finance* del barco). El EBITDA de la operadora de barcos *Lease & Operate*, fue de 920 millones de dólares en 2017. Suponiendo que se mantiene constante en los próximos años (sin incorporar al FPSO Liza a partir de 2020), el valor de esta unidad

podría ser de 10x EBITDA, que equivale a 9.200 millones de dólares. Luego nos queda la parte constructora de barcos, cuya capacidad es de 3/4 FPSO al año, que entró en terreno negativo en 2017 por culpa de la falta de pedidos. A pesar de ello, con 2 barcos de media al año puede alcanzar los 250 millones de dólares de EBITDA, promedio de estos últimos 5 años. Sin tener en cuenta que también puede fabricar barcos iguales pero para gas o molinos de vientos en mar abierto, entre otros productos relacionados con alta mar. Dada su ciclicidad, le otorgamos a este segmento una valoración de 7x EBITDA (1.750 millones de dólares). A todo esto hemos de añadir el valor de algunas participadas (*Joint Venture*) que suman unos 600 millones más. En total, 11.750 millones de dólares o 9.790 millones de euros. Si le restamos la deuda, 5.500 nos da un valor del capital de 4.290 millones de euros, que comparado con la cotización nos da un margen de seguridad del 41%.

Aunque haya momentos en los que invertir en una empresa pueda parecer una locura, una sinrazón, una imprudencia o una temeridad, el estudio te lleva a invertir con prudencia, cordura y sensatez.

*“No dejes que los árboles te impidan ver el bosque”.* Anónimo.

### Valoración de la cartera:

Mantenemos una distribución amplia de valores que consideramos atractivos en base a su margen de seguridad. La cartera la componen empresas que presentan claras ventajas competitivas, sostenibles en el tiempo, con bajos niveles de deuda, generadoras de caja y con un equipo de gestores que tienen presente también al accionista.

SOLVENTIS EOS:		Principales posiciones	
P-book	1,6x	Bollore SA	4,03%
PER (2018)	13,8x	Peugeot SA	3,52%
PER (2019)	12,5x	Grifols SA Serie B	3,30%
EV/EBITDA (2019)	6,6x	Dixons Carphone PLC	3,14%
P/Cash Flow (2018)	7,6x	SBM Offshore NV	2,95%
Net Debt /Ebitda	1,5x	Greencore Group PLC	2,93%
Debt / Assets	36,5%	Renault SA	2,81%
ROE	16,1%	Koninklijke Vopak NV	2,80%
ROCE	32,2%	Sports Direct International PL	2,69%
Div. Yield	1,6%	Danone SA	2,68%

Fuente: Bloomberg

Aprovechamos, como siempre, para agradecerles su confianza, que es nuestra mejor inversión.

Atentamente,



Xavier Brun  
Portfolio Manager



Santiago Domingo  
Portfolio Manager

Nota: este informe no es una recomendación de compra o de venta. De forma directa o indirecta los gestores tienen posición en los activos aquí mencionados. Los comentarios aquí escritos son a título personal de los gestores.