

SOLVENTIS EOS European Equity¹

Informe Febrero 2018

Este mes, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del **-2,52%** y el índice Eurostoxx 50 un **-4,72%** (un **-4,61%** si incluimos dividendos).

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un **92,1%** a la del índice o un **53,5%** si incluimos dividendos. A su vez, resaltaríamos positivamente su menor nivel de volatilidad, siendo históricamente y de forma constante, alrededor de un **30%** inferior.

Año	Solventis EOS	Eurostoxx 50 TR [con divid.]	Dif.	Eurostoxx 50	Dif.
2018	-1,0%	-1,7%	0,7%	-1,9%	0,9%
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%
Rentabilidad acumulada	86,3%	32,7%	53,5%	-5,8%	92,1%
Rentabilidad anual (TAE)	5,5%	2,5%	3,0%	-0,5%	6,0%
Volatilidad (12 meses)	7,1%	10,7%	-3,6%	10,7%	-3,6%

¹ Disponible en formato SICAV, Fondo de Inversión y Plan de Pensiones

Comportamiento y movimientos de la cartera:

El mes de febrero es el más corto del año, pero no por ello el menos intenso. Es especialmente ajetreado para los analistas y gestores, ya que debemos atender a diversas videoconferencias en las que las compañías nos desvelan sus cuentas anuales del último año, así como sus perspectivas futuras acerca del sector y de su propio negocio. Es por tanto momento de reflexionar acerca de nuestras tesis de inversión e introducir la nueva información obtenida en nuestros modelos de valoración. Generalmente, nuestras valoraciones permanecen inalteradas dado que nuestro horizonte temporal va más allá de este trimestre o el siguiente.

Este segundo mes del año nos ha traído una importante ola de frío no solo a nuestras calles sino también a los mercados. Pero entre tanto frío, el mercado siempre te brinda algún que otro refugio donde encontrar calor. Justamente esto hemos encontrado en dos de nuestras máximas posiciones, Vopak y Peugeot, que mientras el mercado se helaba, ellas gozaban de una excelente reacción después de la presentación de resultados. Tal y como mostramos en noviembre con nuestra tesis de inversión en Vopak, la empresa presentó el resultado de sus medidas de ahorro en costes y la elevada capacidad de utilización a partir de 2019. Por su lado, Peugeot presentó la evolución de ventas y márgenes gracias a la gran acogida de sus nuevos modelos y a la reestructuración emprendida en Opel que comienzan a dar sus frutos.

Ambas compañías sorprendieron positivamente al mercado, que reaccionó con un +13,8% en el caso de Vopak y un +4,5% en el caso de Peugeot. No obstante, es tarea del gestor discernir si esto se debe al resultado de la mejora del negocio (tal y como pensamos) o a un golpe de suerte puntual, ya que tal y como decía Víctor Hugo *"Mezquina cosa es la buena suerte. Su falso parecido con el verdadero mérito engaña a los hombres"*.

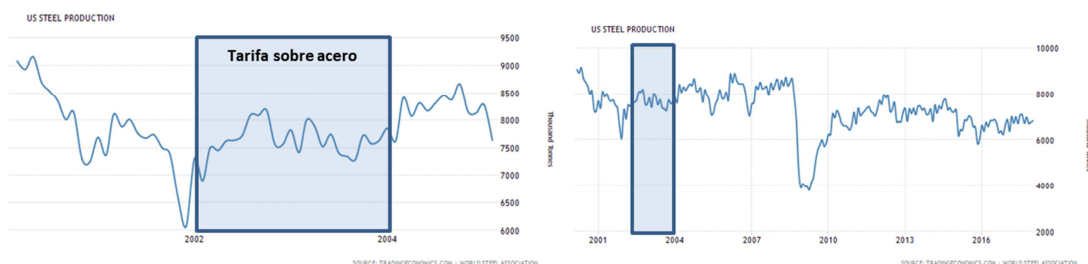
Durante este mes hemos aprovechado para realizar algunas compras y ventas que detallamos a continuación:

En el apartado de ventas, hemos deshecho nuestra posición en la farmacéutica suiza Roche y hemos comprado la inglesa Reckitt Benckiser. Aunque el nombre no les pueda resultar familiar, está más presente en nuestro día a día de lo que podríamos imaginar. Cuenta con marcas tan reconocidas como Cillit Bang, Air Wick, Veet o Finish que vende en los cinco continentes. En bolsa, Reckitt Benckiser ha experimentado una caída del 17% este año y un 30% desde junio de 2017 debido, fundamentalmente, a un crecimiento menor del esperado. Nuestra tesis es que gozará de un crecimiento similar al PIB mundial gracias a que se trata de una empresa global, que lidia tanto en países ricos con deflación como en países pobres con hiperinflación. Si a esto le añadimos que es marca líder en cada segmento donde opera, que la rentabilidad por flujo de caja es igual al 6,5%, que el PER promedio de los últimos 10 años ha sido de 20x y que hoy día cotiza a un PER estimado de 14,7x, nos hace estar tranquilos con la inversión.

También hemos incorporado a cartera una compañía noruega llamada Stolt-Nielsen. Se trata de una empresa familiar centrada en el manejo de productos químicos, desde el transporte marítimo (mayor flota del mundo) hasta el almacenaje en puerto (presente en las principales terminales), pasando por los contenedores (líder indiscutible). Es el hecho de estar integrado desde el transporte del químico (barco), su almacenamiento (terminal) hasta su entrega al cliente (contenedor) que le otorga un nivel de eficiencia superior a la media. Sin embargo, como el transporte marítimo está atravesando actualmente una de sus peores crisis, ha hecho que su cotización se desplomara un 40% este último año hasta cotizar a un PER de 5,7x. Nuestra tesis de inversión es simple, estamos en la parte baja del ciclo del transporte marítimo por culpa de la sobrecapacidad que se arrastra desde 2016 pero que la demanda es sana, con lo que es cuestión de tiempo que los fletes vuelvan a niveles normalizados.

Por otro lado, durante este mes hemos vivido otro de los derrotes del Sr. Trump. Esta vez ha sido el arancel sobre el acero y el aluminio. Nuestra forma de gestionar no reside en adivinar cuánto será el arancel y la reacción del mercado, sino en determinar si esto será un cambio disruptivo que afecte a las empresas que tenemos en cartera. La conclusión a la que llegamos es simple: no, no implicará un cambio disruptivo.

Si nos remontamos a 2002, cuando George W. Bush hizo exactamente lo mismo, podemos observar que la primera reacción fue incremento de la producción de acero americana para luego disminuir. Pero en ningún caso logro el efecto deseado: incremento notable de la producción.



La respuesta la encontramos en el dilema del prisionero y en el fantástico libro de Acemoglu y Robinson “Por qué fracasan los países”. El dilema del prisionero nos dice que la lógica reacción cuando un país impone aranceles a productos que importa, es que reciba aranceles a productos que exporta. Eso ocurrió en 2002, cuando la reacción europea fue la aplicación de aranceles a las naranjas de Florida o los coches de Michigan. La mano invisible de Smith hizo que las reglas del mercado libre volvieran a reinar. Por su parte, en el libro encontramos el resultado cuando un país quiere imponer leyes para evitar la destrucción creativa: menor crecimiento económico. Por suerte, hoy día en el mundo globalizado en el que vivimos, la localización en lugares más eficientes es la que manda.

Por esta razón, vemos la reacción en los precios de las acciones relacionadas con el acero como oportunidades de comprar negocios que a largo plazo no cambian. Porque, al final, igual que uno no puede poner puertas al campo, tampoco puede poner aranceles en una economía global.

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	1,5x	Koninklijke Vopak NV	4,92%
PER (2018)	13,6x	SBM Offshore NV	4,12%
PER (2019)	12,3x	Peugeot SA	4,10%
EV/EBITDA (2019)	6,6x	Bollore SA	4,08%
P/Cash Flow (2018)	7,3x	Dixons Carphone PLC	3,18%
Net Debt /Ebitda	1,2x	Grifols SA Serie B	3,01%
Debt / Assets	36,4%	Renault SA	2,89%
ROE	10,8%	Greencore Group PLC	2,70%
ROCE	29,5%	Sports Direct International PL	2,69%
Div. Yield	1,7%	Danone SA	2,59%

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.