

## SOLVENTIS EOS SICAV

### Informe febrero-marzo\* 2020

**Este mes y medio, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del -30,1%** y el índice Eurostoxx 50 un -28,8% (un -28,8% si incluimos dividendos).

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un 66% a la del índice o en un 31,5% si incluimos dividendos. A su vez, resaltaríamos positivamente su menor nivel de volatilidad, siendo históricamente y de forma constante, alrededor de un 20% inferior.

Año	Solventis EOS Sicav	Eurostoxx 50 NR [con divid.]	Dif.	Eurostoxx 50	Dif.
2020	-32,3%	-30,8%	-1,5%	-31,0%	-1,3%
2019	20,2%	28,2%	-8,0%	24,8%	-4,6%
2018	-10,6%	-12,0%	1,4%	-14,3%	3,7%
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>36,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>31,5%</b>	<b>-29,2%</b>	<b>66,0%</b>
<b>Rentabilidad anual (TAE)</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>4,8%</b>
<b>Volatilidad (12 meses)</b>	<b>18,4%</b>	<b>21,2%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>21,7%</b>	<b>-3,3%</b>

*Nota: Rentabilidades pasadas, no garantizan rentabilidades futuras.*

*Nota: \*hasta el 15 de marzo*

## Comportamiento y movimientos de la cartera:

Esta carta es extraordinaria a la vez que dura. Extraordinaria porque lo que hemos vivido este último mes y medio, y más concretamente la última semana, rompe las reglas de lo común o habitual. Y dura porque hemos sufrido la mayor caída de la historia en tan poco tiempo.

Esta excepcionalidad y virulencia ha sido fruto de la propagación intercontinental del coronavirus Covid-19. Este virus ha sido portada de periódicos, revistas, telediarios e incluso objeto de debate en la sobremesa de nuestros hogares. Por lo tanto, la mayor parte de la población ya sabe lo qué es y cómo debemos combatirlo. Por ello, nuestro análisis no va a ser epidemiológico sino financiero. Queremos compartir cual es la situación actual de la cartera en términos de endeudamiento, el impacto del coronavirus en los mercados y los movimientos que hemos realizado a lo largo de estos días.

### Situación actual

El mencionado coronavirus ha obligado a que los gobiernos tomen medidas drásticas de contención y mitigación, provocando el parón de gran parte de la actividad económica durante unas semanas. Esto supone un verdadero problema para aquellas compañías que tienen una estructura financiera débil y que pudieran necesitar importantes ayudas. Si esta ayuda no llegase a tiempo, esto podría causar quiebras o ampliaciones de capital.

Lo primero supone una pérdida permanente del capital invertido, mientras que lo segundo origina una relevante dilución que noquea a los accionistas. Evitar tanto una como otra resulta un factor indispensable si queremos salir ilesos de este parón. Para ello, necesitamos empresas robustas y solventes, que sean capaces de resistir en este entorno temporalmente adverso.

En este contexto lleno de nubes e incertidumbre, las compañías que tienen caja neta (tesorería > deuda) son un auténtico refugio en medio de la tormenta. En el caso de Solventis Eos, casi un 25% de nuestra cartera tiene caja neta. En conjunto la cartera tiene una Deuda Neta/Ebitda por debajo de 1,5 veces. Nosotros entendemos que la deuda neta es la deuda financiera más los compromisos firmados por la compañía (por ejemplo, alquiler de un local) más el déficit de planes de pensiones menos la tesorería. Adicionalmente, analizamos los vencimientos de deuda de nuestras compañías y vemos que aquellas más endeudadas no tienen que devolver ni un céntimo en 2020 y 2021. Esta solidez financiera les permitirá atravesar este temporal sin sufrir muchos rasguños.

Es evidente que las cuentas de resultados (ingresos, ebitda...) de muchas compañías sufrirán en el corto plazo por el coronavirus, y que prácticamente cualquier proyección para este año tendrá que ser revisada a la baja. Sin embargo, no todas las empresas son iguales, habrá algunas como Dufry o Dixons Carphone que sufrirán, transitoriamente, las cuarentenas decretadas por los gobiernos mientras que otras como LNA Santé o LDC no padecerán apenas ningún problema. Pero en esta atmosfera de pánico descontrolado eso no importa, el mercado arrastra consigo a todo aquel que se ponga por delante, las emociones controlan los mercados.

Por ello, debemos aprovechar esta locura para construir una cartera cada vez más robusta y diversificada, dando entrada a empresas de calidad que siempre deseamos tener pero que solo tras estas últimas caídas están baratas y rotando valores dentro del propio vehículo que vayan a salir de esta crisis más fortalecidos que sus rivales.

### Movimientos de la cartera

Durante estas semanas tan convulsas hemos incorporado nuevas compañías como Brodrene Hartmann, Danone y AB InBev entre otras. Todas ellas son empresas de consumo básico y líderes en sus nichos, Hartmann en la fabricación de hueveras, Danone en los yogures y AB InBev en la cerveza. Sin embargo, el mercado no ha entendido ni de sectores ni de nichos estas últimas semanas, lo que nos ha generado un buen punto de entrada en todas ellas.

Además, hemos rotado la cartera paulatinamente, reduciendo la exposición a compañías pequeñas, que habían caído menos y se habían quedado con menos margen de seguridad como PharmaMar, Robertet o Devro, y hemos incrementado en otras que han sido más penalizadas como CIE

Automotive que gracias a su diversificación por geografía, cliente y tecnología, se sobrepondrá al impacto económico del coronavirus.

Éstos y otros movimientos han supuesto una rotación de más del 10% de la cartera. Nuestro objetivo es tener siempre una cartera todoterreno, con negocios familiares, poco endeudados, que generen caja y esta caja crezca, para ser capaces así de superar todos los retos y adversidades, incluido el coronavirus.

Nuestro mejor aval ante esta situación es nuestro compromiso. La alineación de intereses entre ustedes y nosotros es absoluta, ya que sus ahorros están junto a los nuestros. Y en estos días aún más, dado que todo el equipo de gestión ha aprovechado para realizar aportaciones extraordinarias en Solventis Eos. Lo esencial es que nuestros actos estén alineados con nuestras palabras y sabiendo las compañías que tenemos en el fondo y lo que realmente valen, es en estos momentos donde las mejores oportunidades aparecen.

*“A menudo en los más oscuros cielos es donde vemos las estrellas más brillantes”. - Richard Evans*

### 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.

<b>SOLVENTIS EOS:</b>		<b>Principales posiciones</b>	
P-book	0,8x	Laboratorios Farma. Rovi	5,30%
PER (2020)	8,3x	Grifols SA Serie B	4,68%
PER (2021)	6,3x	SBM Offshore NV	4,39%
EV/EBITDA (2020)	5x	Stolt - Nielsen	4,11%
P/Cash Flow (2020)	3x	Akka Technologies	3,95%
Net Debt /Ebitda	1,4x	Rieter Holding AG	3,65%
Debt / Assets	37%	Atalaya Mining PLC	3,56%
ROE	17,9%	CIE Automotive SA	3,47%
ROCE	18,4%	Prosegur Cash SA	3,23%
Div. Yield	4%	LNA Sante SA	3,22%

Fuente: Bloomberg

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

Atentamente,

Equipo de Gestión

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.