

# Uve Equity Fund

Carta a inversores 2T24

28 junio 2024

---

Durante el segundo trimestre de 2024 el fondo Uve Equity Fund ha retrocedido un -1%, el MSCI All Country Index y el S&P 500 han avanzado un +4% y el Eurostoxx50 ha caído un -4%. Desde que comenzó el año, el fondo cae un -4%, mientras que el MSCI y el S&P han subido un +15% y el índice europeo un +8%.

Poco ha pasado para el fondo en términos de rentabilidad des de su lanzamiento en Sep-2023. El fondo se mantiene plano. Por el contrario, los principales índices de referencia sí han avanzado, y mucho (tal vez demasiado), en este periodo. Como ya comenté en mi carta a inversores anterior, este resultado no es positivo. Evidentemente, a todos los inversores nos gustaría tener rentabilidades extraordinarias todo el tiempo (a mí el primero). No obstante, creo firmemente que el modelo de inversión que reproduzco en el fondo es el más conservador y rentable en el largo plazo, que las compañías que componen la cartera valen mucho más que el precio que hemos pagado por ellas, y que el mercado lo reconocerá más tarde o más temprano.

En cuanto al valor por participación del fondo, estimo que éste no ha variado significativamente desde la última actualización, y se mantiene en torno a los €240 por participación. Lo que quiere decir el fondo tendría un potencial de revalorización del 140% aproximadamente.

Durante estos últimos 3 meses el fondo ha recibido nuevas aportaciones de capital, que he empleado en incrementar la exposición en los sectores del petróleo y gas, y del oro. Respecto al primer sector, he comprado más acciones de Odfjell Technology y de Noble (entre las dos ya suman alrededor del 15% de la cartera). Respecto al segundo, he aprovechado una subida de la cotización de Agnico Eagle de un +40% respecto a nuestro precio medio de compra, para vender 2/3 de la posición, y emplear lo recibido, más parte de las nuevas aportaciones de inversores, en incorporar a la cartera Endeavour Mining, Franco-Nevada y A-Mark Precious Metals.

A finales de junio la cartera está compuesta por 27 compañías y tanto la composición como sus métricas clave no han variado significativamente durante el año. De media, estas 27 compañías generan ROCEs por encima del 20%, están poco endeudadas (Deuda Neta / EBITDA < 0.5x) y tienen algún accionista de referencia. Por el momento, la cartera solamente está compuesta por compañías europeas y norteamericanas, y sigue estando sesgada hacia compañías de pequeña y mediana capitalización.

## Mercado

---

Durante estos últimos meses las dinámicas que resumía en mi anterior carta a inversores no han hecho más que acrecentarse:

- Las bolsas del mundo siguen caras en mayor o menor medida
- El índice S&P 500, representativo de la bolsa estadounidense, cada vez está más concentrado en unas pocas compañías.
- Y en general, todos los flujos de capital en renta variable tienden a colocarse en compañías grandes, olvidándose de las más pequeñas.

Lo anterior está llevando al mercado a situaciones extremas, como lo vivido este último trimestre, cuando unas pocas compañías han concentrado toda la subida de los índices, mientras que el resto se han mostrado mucho más débiles, algo poco usual. A continuación, muestro un pequeño análisis de lo sucedido.

El S&P 500 es un índice en el que los pesos de sus constituyentes son asignados en función de su capitalización bursátil, es decir, que cuanto más grande es la compañía, más pesa en el índice. La ventaja de este tipo de índices es que en largo plazo representan mejor la economía subyacente: las compañías que crecen más y que ganan más dinero, suben más en bolsa y, por lo tanto, merecen tener un peso mayor en el índice que las que no crecen tanto. Por otro lado, tienen la desventaja de que durante periodos cortos de tiempo pueden verse afectados por niveles altos de especulación y ofrecer una visión del mercado sesgada: imagínese que, por las razones que fuere, todos los inversores nos pusiéramos de acuerdo en comprar solamente acciones de Funko (una compañía que, básicamente, vende figuritas de juguete), esta compañía se podría convertir en la más grande del mundo y dominar el movimiento de todo el S&P 500, aunque esto a nivel fundamental, no tuviera ningún sentido.

Como alternativa a los índices ponderados según capitalización bursátil, existen los índices “Equal-Weighted”, o equiponderados. Estos índices asignan el mismo peso a todos sus constituyentes por igual, sin importar ni su tamaño ni sus fundamentales. La desventaja principal de este tipo de índices es que hasta la compañía más irrelevante de la economía subyacente tiene el mismo peso que la más influyente. Por el contrario, en momentos como el actual, nos sirven como ancla para entender lo que está pasando.

A continuación, muestro las rentabilidades trimestrales de los últimos años del índice S&P 500 “clásico”, esto es, ponderado por capitalización bursátil, y del S&P 500 Equal-Weighted (las 500 compañías más grandes de EE. UU. todas con un peso de 0,2%):

Año / Trimestre	S&P 500				S&P 500 Equal-Weighted			
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
2020	-20%	19%	10%	12%	-27%	21%	6%	18%
2021	6%	8%	0%	9%	11%	6%	-1%	9%
2022	-5%	-18%	-5%	6%	-3%	-15%	-5%	11%
2023	7%	10%	-3%	10%	2%	3%	-5%	11%
2024	10%	4%			7%	-3%		

De entre los 18 periodos de la muestra tan solo hay 2 en los que las rentabilidades de uno y otro índice hayan sido de signo contrario. El primero, el 3° trimestre de 2021, cuando el S&P 500 subió +0,4%, mientras que su homónimo equiponderado cayó un -0,6%. El segundo periodo es, ¡sorpresa!, este 2° trimestre del 2024, donde el S&P 500 ha subido un +4% y el índice equiponderado ha caído un -3%, marcando un diferencial de +7% a favor del índice ponderado por capitalización bursátil (a propósito, ésta es, además, la segunda mayor diferencia en valor absoluto de la muestra, tras un diferencial de +8% ocurrido el 1° trimestre del 2020).

Para encontrar a los responsables de estas rentabilidades tan dispares, simplemente hay que fijarse en las compañías más grandes del mundo (incluidas en el índice S&P 500, por supuesto). Las 7

Magníficas, las llaman: Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet, Meta y Tesla. Desde que comenzó el año, el conjunto de estas compañías ha avanzado en bolsa más de un +30%, frente al +15% del S&P 500 en su totalidad. Sabiendo que el peso de estas 7 compañías durante este periodo ha rondado el 30% de media, significa que son las causantes de 2/3 de la rentabilidad del índice. Pero todavía más extraordinario es lo siguiente: durante este último trimestre, las “Mag7” han subido en bolsa un +15%, mientras que el índice +4%. Asumiendo, otra vez, que el peso de estas 7 compañías ha rondado el 30% del total del índice, quiere decir que han contribuido aproximadamente 115% a la rentabilidad total, de lo que se deduce, que las 493 empresas restantes del índice, en agregado, han caído.

La razón última por la que tanto capital está fluyendo hacia estas 7 compañías, honestamente, no la sé. Tal vez sea porque son los mejores negocios del mundo, tal vez por pura especulación, tal vez por flujos hacia fondos indexados (un sistema que se retroalimenta), tal vez porque no hay otro lugar en el mercado en el que refugiarse que sea capaz de acomodar enormes cantidades de liquidez... Probablemente sea una combinación de todo lo anterior y otras muchas razones que se me escapan. Lo que sí sé es que los accionistas de estas empresas (incluidos los que lo son vía fondos indexados) están menospreciando la probabilidad de ocurrencia de una corrección en el precio de sus acciones y, sobre todo, de su magnitud.

Para muestra, un botón. En la siguiente tabla muestro cuánto ganaron estas compañías entre 2021 y 2022 y cómo varió su capitalización bursátil entre su punto máximo y mínimo en el periodo:

*Todas las cifras en '000M US\$*

Compañía	Beneficio Operativo 2021	Beneficio Operativo 2022	% dif. año a año	Cap. Bursátil Máx. 2021	Cap. Bursátil Mín. 2022	% diff Máx a Mín.
Alphabet	79	75	-5%	2.000	1.100	-46%
Amazon	25	13	-48%	1.900	800	-55%
Apple	109	119	9%	3.000	2.000	-33%
Meta	47	34	-28%	1.000	200	-76%
Microsoft	70	83	19%	2.600	1.600	-38%
Nvidia	10	6	-40%	800	300	-67%
Tesla	7	14	100%	1.200	300	-72%

Ni las compañías de mayor crecimiento y de mayor calidad se libran, a veces, de vaivenes de mercado, tanto a nivel fundamental (de su cuenta de resultados) como a nivel del precio de sus acciones. En este caso, el “susto” duró poco, y a día de hoy estas compañías (todas menos una), generan más beneficios y han sobrepasado su máximo de capitalización del 2021. Pero imaginad qué le pasaría a cualquiera de estas compañías si no cumpliera al 100% con las expectativas del mercado durante algo más de un par de trimestres...

Adicionalmente, quiero recordar, una vez más, que el precio de una acción en bolsa sube y baja por dos motivos: o porque la empresa incrementa (disminuye) sus beneficios y/o porque los inversores están dispuestos a pagar múltiplos de valoración más altos (más bajos). Lo que implica, en contra de lo que nos dice la intuición, que las acciones de un negocio pueden caer en bolsa incluso cuando éste está incrementando sus beneficios año a año:

- La cotización de Microsoft cayó un -60% de principios a finales del año 2000, y se mantuvo en esos niveles mínimos durante los siguientes 15 años. Mientras tanto, durante

ese mismo periodo, pasó de generar \$9.000M a \$20.000M de beneficios anuales. No fue hasta el 2017 que su cotización volvió a superar los niveles máximos históricos.

- Oracle cayó un -80% entre el 2000 y el 2002, y no fue hasta el 2015 que recuperó los precios máximos del 2000, pese a generar prácticamente el doble de beneficios anuales.
- Adobe, -70% entre 2000 y 2002, solo volvió a superar su máximo histórico al cabo de 13 años, cuando generaba 3 veces los beneficios que generaba en el 2000.
- Cisco llegó a ser la compañía más grande del mundo en el año 2000, cuando su precio por acción tocó los \$80. Hoy cotiza a \$50/acción, pese a que ha multiplicado por 6 sus beneficios anuales.
- Estas dinámicas no se dan solamente en negocios tecnológicos. Por ejemplo, el banco JP Morgan, de los más grandes de mundo, tardó 15 años en recuperar sus máximos del año 2000, incluso habiendo multiplicado sus beneficios anuales por 5 veces. O Walmart, que necesitó más que doblar sus beneficios para recuperar sus máximos de cotización después de 12 años.

## Cartera

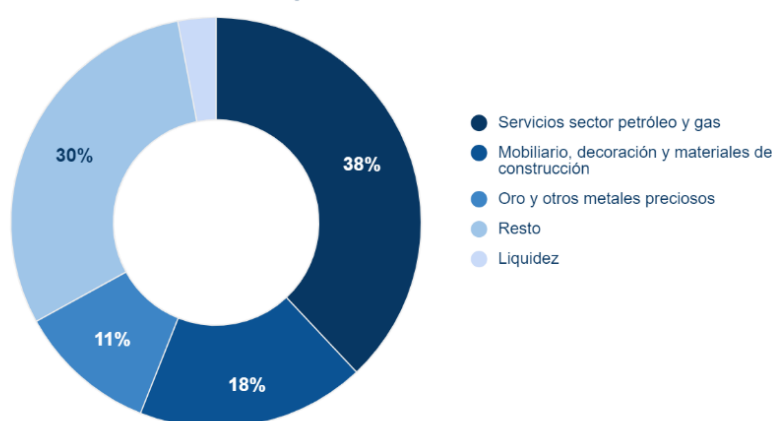
---

La cartera del fondo Uve Equity Fund ha variado poco desde la última actualización. Sigue compuesta por compañías pequeñas y/o poco conocidas, que se dedican a negocios simples y fáciles de entender, con poca deuda, un dueño (accionista de referencia) y que, por unas razones u otras, cotizan a precios muy por debajo de su valor intrínseco.

Tal como avanzaba al principio de esta carta, he incrementado la posición en el bloque de “petróleo y gas” y en el bloque de “oro y otros metales preciosos”. El peso del resto de la cartera ha evolucionado según la rentabilidad estos últimos meses de las compañías subyacentes.

Por último, mantengo un pequeño porcentaje de los activos bajo gestión en caja, un 3% a cierre de semestre, que preveo invertir aprovechando momentos volátiles de mercado.

### Composición Cartera



### **Proveedores de servicios al sector del petróleo y gas**

Peso en cartera = 40%

Contribución a resultados 1S24 = +4%

Los negocios relacionados con la producción de petróleo y gas en zonas marítimas han sufrido de bajos niveles de inversión durante los últimos 10 años. Esto ha llevado a la quiebra a multitud de compañías y consecuentemente a una reducción de la capacidad productiva de todo el sector y a lo largo de toda la cadena de valor. Recientemente se está volviendo a incrementar el nivel de inversión, lo que, sumado a una capacidad productiva dimensionada a la demanda actual, está ayudando a las compañías productoras y de servicios a mejorar sus resultados vía incremento de actividad y precios.

Los movimientos de los precios de estas acciones están siendo dispares. Por ejemplo, Odfjell Drilling, nuestra mayor posición, ha subido un +50% desde inicio de año, mientras que Noble y Borr han caído un -5% y un -10%, debido principalmente a problemas temporales en la demanda de jackups (plataformas de perforación fijadas al lecho marino). No obstante, creo que el mercado está subestimando el potencial de crecimiento de ambas compañías. Odfjell Technology, otra de nuestras mayores posiciones, sigue creciendo y generando beneficios, pero sigue cotizando a múltiplos ridículos, incluso después de haber subido un +10% en el año. James Fisher and Sons ha conseguido vender una de sus líneas de negocio y ha empleado todo lo recibido en reducir su deuda, eliminando por completo el riesgo de balance, no obstante, su precio en bolsa sigue plano.

Todas las compañías en este bloque avanzan positivamente y el mercado no debería de tardar mucho en darse cuenta y valorarlas como se merecen.

### **Mobiliario, decoración y materiales de construcción**

Peso en cartera = 20%

Contribución a resultados 1S24 = -4%

Durante 2020-21, “gracias” a las restricciones de movimiento impuestas por los gobiernos de todo el mundo, mucha gente aprovechó para renovar sus casas. Se dio un “boom” en facturación y beneficios en los sectores de mobiliario, decoración y materiales de construcción. Muchas compañías, incluso algunas de las más grandes, como Williams-Sonoma, llegaron a aumentar sus beneficios en triple dígito de un año para otro. Como no podía ser de otra manera, muchas de ellas aprovecharon para emplear esos beneficios en todas las cosas que no se tienen que hacer: en ampliar capacidad y niveles de inventario excesivamente, en recomprar acciones y endeudarse para recomprar todavía más acciones en máximos históricos de cotización, etc. 3 años después, todo el sector sigue digiriendo el exceso de demanda de ese periodo. Adicionalmente, las recientes subidas de tipos de interés han frenado la compraventa y la nueva construcción de viviendas, dos de los drivers principales del sector.

Actualmente, este sector es puro “rock and roll” corporativo. Cada día se anuncia alguna nueva quiebra o reestructuración, algún fondo activista que intenta cambiar el rumbo de alguna compañía en problemas, cambios de directivos, ampliaciones de capital, refinanciaciones en el último minuto.... Pero es en estos momentos, precisamente, cuando se dan grandes ineficiencias de mercado, y es posible hacerse con acciones de buenos negocios, con alto potencial de crecimiento, y a la vez capacidad para aguantar la crisis, a precios de derribo. Este es el caso de nuestras inversiones: Biesse, Headlam, Forbo, entre otras. Por el contrario, uno tiene que estar dispuesto a soportar algo de tiempo recibiendo malos resultados, ya que es prácticamente imposible invertir justo en el momento exacto en el que la crisis se acaba y el sector vuelve a crecer.

## Oro y otros metales preciosos

Peso = 10%

Contribución a resultados 1S24 = +1%

El precio del oro ha subido en el año un +13%, pero nuestras inversiones en el sector, en agregado, no están dando todavía los resultados esperados. Esto se debe a que una de nuestras posiciones en el sector, Barrick Gold, está teniendo problemas para hacer crecer su producción. Estos problemas deberían resolverse pronto, pero por el momento, sus acciones caen un -7% en el año. Por el contrario, otra posición, Agnico Eagle, está ejecutando sin sorpresas, y he conseguido vender 2/3 de nuestras acciones por un +40% más del precio al que las compramos. Seguidamente, he aprovechado para “reciclar” ese capital en otras 3 compañías del sector: Endeavour Mining, que opera algunas de las mejores minas del mundo, pero que no está pasando por su mejor momento a nivel de gobierno corporativo; Franco Nevada, una de las mayores compañías de royalties de oro del mundo; y A-Mark Precious Metals, líder mundial en la venta de monedas de oro y plata y servicios relacionados (uno de los pocos modos de ganar exposición al oro sin asumir los riesgos inherentes a la minería).

## Resto

Peso en cartera = 30%

Contribución a resultados 1TS24 = -5%

La nota positiva la marcan las dos compañías que a finales del primer trimestre eran las responsables de gran parte de la rentabilidad negativa de la cartera:

- RWS Holdings: El 12 de junio publicaron sus resultados empresariales de mitad de año (cierran el año en septiembre, en vez de en diciembre, como la mayoría de compañías), en los que mostraron que su facturación se está estabilizando, incluso creciendo en algunas líneas de negocio, explicaron una vez más porque los nuevos desarrollos en inteligencia artificial no son un elemento disruptivo para su negocio sino una herramienta que les ayudará a llegar a más clientes y a gestionar más volumen de trabajo y, adicionalmente, anunciaron un pequeño incremento en su dividendo (algo que al mercado le encanta). La acción subió un +20% en el día. Espero que se hayan dejado atrás las malas noticias y que esto sea el inicio de buenos resultados en adelante.
- Watches of Switzerland: Este último trimestre se han sucedido dos eventos positivos. El primero, el 9 mayo, el anuncio de la adquisición de la filial norteamericana de Roberto Coin, una de las marcas de joyas más grandes de EE. UU., lo que ayudará a fortalecer a Watches en su división de joyas de lujo, que hasta la fecha carecía de valor. Y el segundo, el 16 de mayo, la publicación de sus resultados empresariales anuales, en los que mostraron, después de un año, crecimiento en ventas y un mensaje con tono positivo para 2025. La acción ha subido un +20% este último trimestre y espero que, como en el caso anterior, se vayan sucediendo los buenos resultados periodo tras periodo y se vaya recobrando la confianza en la empresa.

Por la parte negativa:

- Pierer Mobility: El holding propietario de las marcas de motocicletas KTM, Husqvarna, Gas Gas y, desde hace poco, MV Augusta. Este último trimestre ha caído en bolsa cerca de un -40%, después de comunicar varios mensajes negativos: reducción considerable de las expectativas de facturación para 2024, pérdidas en la división de bicicletas, deterioro del balance y el traslado de capacidad productiva a India y China (que siempre acarrea dudas

sobre si la calidad de los vehículos se verá comprometida).

En retrospectiva, creo que podría haber sido más conservador con mis estimaciones de corto plazo (2024) y tal vez comenzar a invertir más tarde (o al menos con un peso menor, lo que hubiera lastrado menos al fondo), ya que la compañía llevaba varios años con niveles de venta un tanto inflados. Por otro lado, creo que la tesis a largo plazo todavía sigue en pie. No obstante, no estoy comprando más acciones a los precios actuales (un 40% por debajo de nuestro precio medio de compra) porque el balance de la compañía se ha deteriorado y el peso que tenemos en cartera creo que es el adecuado. El que sí está comprando más acciones es Stefan Pierer, su CEO y fundador.

---

Otro trimestre más, aprovecho para reiterar mi convicción en la cartera, que está compuesta por 27 buenos negocios comprados a precios muy por debajo de su valor intrínseco, y que son una alternativa conservadora a las compañías más grandes y populares, que cotizan a valoraciones un tanto desconectadas de la realidad.

Os agradezco vuestra confianza y vuestra paciencia.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Victor Echazarra', with a stylized, somewhat abstract shape.

Victor Echazarra