

Uve Equity Fund

Carta a inversores 4T24

31 diciembre 2024

Durante el cuarto trimestre de 2024 el fondo Uve Equity Fund ha retrocedido un -3.2%, el MSCI All Country Index ha subido un +6.7%, el S&P 500 un +2.1%¹ y el Eurostoxx50 ha caído un -2.1%. Durante todo el año, el fondo ha caído un -14.5%, mientras que los índices globales han subido más de un 20% y el índice europeo en torno a un 8%. **El fondo cierra su primer ejercicio anual completo con un valor liquidativo de €91 por participación.**

Han pasado ya un año y 3 meses desde que el fondo Uve Equity Fund vió la luz, y la rentabilidad, que es lo que suele preocuparnos más a todos, no ha sido satisfactoria. El inversor que compró participaciones del fondo a su precio de lanzamiento de €100/participación, a día de hoy, está perdiendo aproximadamente €10/participación, mientras que, si los hubiera invertido en un fondo indexado a cualquiera de los índices globales, estaría ganando más de €30 por cada €100 invertidos. **La divergencia entre el resultado de mi gestión y la del mercado en general está siendo más que notable. No voy a negar que esta situación es un tanto frustrante. Como inversor que tiene el 100% de su patrimonio invertido en el fondo, no me gusta que éste baje. Pero lo cierto es que cuando haces las cosas diferentes a como las hace todo el mundo, lo mínimo, por lo menos, es tener que pasar algo de tiempo siendo “el lento de clase”. He estado ya varias veces ahí, y en todas las ocasiones, esa divergencia con el mercado se ha terminado cerrando y revirtiendo a mi favor.**

Entiendo que dar ejemplos concretos normalmente es hacer un poco de “trampas”, porque por cada ejemplo que respalda la tesis, casi siempre se puede encontrar otro igual de bueno que la “rompe”. **Entiéndase el siguiente ejemplo, pues, como una muestra de lo rápido que pueden cambiar las tornas en el mercado.** En el gráfico siguiente, se puede ver la evolución del precio de las acciones de Borr Drilling (actualmente en cartera; línea azul) y del índice S&P 500 (línea amarilla) entre inicios y mediados de 2021. En agosto, la divergencia en rentabilidad entre Borr y el índice era de un 50% a favor del índice:



¹ Nótese que la diferencia tan significativa entre la rentabilidad del S&P 500 y el índice MSCI All-Country, viene dada porque presento el S&P 500 en su moneda original, el dólar, y el MSCI en euro, y el dólar americano se apreció un 7% respecto al euro durante el 4º trimestre.

Pasados unos meses, esa divergencia se cerró y se dió la vuelta, hasta llegar al 300% de diferencia positiva a favor de Borr:



Desde entonces, el precio de las acciones de Borr ha caído más de un 50%, pero la diferencia sigue siendo positiva a su favor:



Ahora bien, si adelantamos el punto de referencia hasta finales de 2023, volveremos a ver un Borr que está un 60% por debajo del índice.



Actualmente Borr Drilling, bajo unas asunciones conservadoras, puede incrementar sus ingresos recurrentes un 50% en el medio plazo, lo que se traduciría, gracias al apalancamiento operativo, en multiplicar por 3-4 sus beneficios, lo que, a su vez, **podría llevar a su valor en bolsa a niveles un +300-400% por encima del valor actual**. Esto parecerá una barbaridad, pero ya ha pasado y creo firmemente que volverá a pasar.

La cuestión es que prácticamente todas las compañías que componen la cartera del fondo Uve Equity Fund tienen potenciales de revalorización similares al de Borr Drilling. Lamentablemente, o no (si no, no sería posible comprarlas a un buen precio), también son compañías cuyos precios son más volátiles que los del índice. **Me temo que la volatilidad es el precio a pagar por optar a tener divergencias positivas de doble dígito (y hasta triple) contra el índice.**

El valor intrínseco por participación del fondo no ha variado desde septiembre y se mantiene en unos €250, frente a un valor liquidativo actual (i.e. el precio actual) de €91. Esto quiere decir que, bajo mi modelo propio de valoración de compañías y mis propias estimaciones, invirtiendo €100 en el fondo hoy, uno debería poder recibir €270 en el futuro. ¿Cuándo es ese futuro? Esa es la pregunta del millón y que nadie puede responder. **Se entiende que un periodo de 3 a 5 años es suficiente para que una tesis de inversión madure**. Algunas veces ese periodo se acorta y en pocos meses se consigue el resultado esperado, y otras ocasiones, por el contrario, el periodo se alarga y se necesita más tiempo. Efectivamente, cuanto más corto es el periodo de “espera”, mejor rentabilidad anualizada se obtiene (es más rentable ganar €100 en 2 días que, en 2 años, principalmente porque en el primer caso puedes reinvertir el dinero en seguida, mientras que en el segundo caso tienes el dinero bloqueado durante 2 años). **“El timing lo es todo”**, me decía hace unos días alguien con quién trabajé hace no mucho tiempo. Se refería a lo importante que es acertar el momento correcto en el que comprar y vender, para minimizar los tiempos de espera entre inversión y reinversión. **Probablemente por el hecho de ser tan importante, también sea lo más difícil de conseguir**. De hecho, casi nadie lo sabe hacer bien consistentemente. La buena noticia es que no hace falta acertar “al minuto” para conseguir rentabilidades decentes. **En el caso del fondo Uve Equity Fund, si se consiguiera llegar a un valor liquidativo de €250 por participación en un periodo de 3-5 años desde lanzamiento, la rentabilidad anualizada sería de entre un 20% y un 35%, muy por encima de la media histórica del mercado.**

Durante este último trimestre del 2024 he realizado varios movimientos. En cuanto a las ventas, he seguido reduciendo la exposición a mineras de oro aprovechando las subidas de octubre, vendiendo la totalidad de las posiciones en **Barrick Gold y en Franco Nevada**. También aproveché para vender todas nuestras acciones de **Flatexdegiro y de Pierer Mobility** (más información en el apartado “Cartera”), y para reducir la posición en Technogym. Por el lado de las compras, he seguido construyendo la posición en **Basic Fit**, que ya ocupa el 3% de la cartera, he distribuido parte del capital procedente de las ventas entre **Biesse, Westwing, Lastminute, RWS, Odfjell Technology, Noble y Borr** y he añadido dos posiciones nuevas, **Okeanis y Genco** (en la que ya invertimos con éxito a principios de año), dos compañías navieras, aprovechando caídas del 40% desde sus máximos de mediados de año por motivos que, creo, son temporales.

A finales de año la cartera sigue compuesta por 25 compañías y tanto la composición como sus métricas clave no han variado significativamente desde periodos anteriores. De media, estas 25 compañías generan **rentabilidades sobre el capital invertido por encima del 20%**, **están poco endeudadas 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.

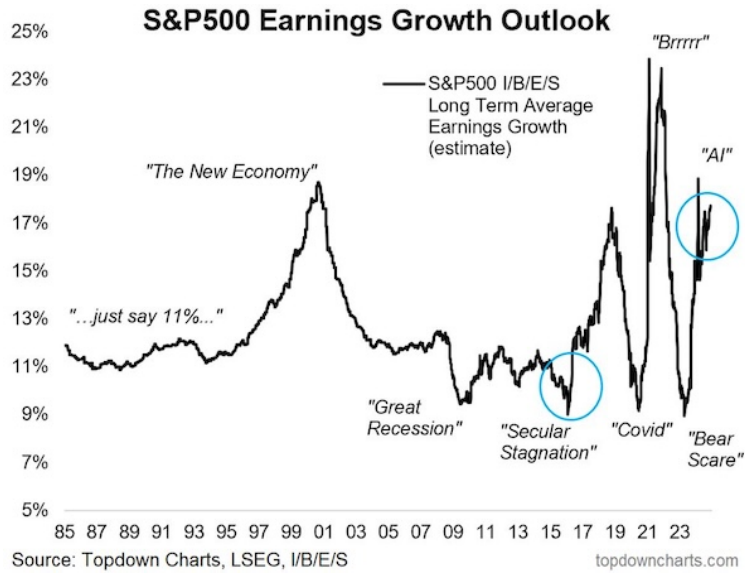
En mis cartas anteriores he insistido en que, bajo cualquier métrica posible, los mercados están cotizando a **valoraciones por encima de su media histórica**. También he comentado que la concentración de los índices en unas pocas compañías es más alta que nunca y que esto supone un riesgo. He explicado que los flujos de capital hacia renta variable llevan tiempo desplazándose desde Europa y Asia hacia el mercado norteamericano. También, el trimestre pasado, señalé que las compras de acciones por parte de “insiders” están en mínimos históricos. **Me he pasado todo 2024 advirtiendo de los peligros de invertir en los índices globales y, en concreto, en las compañías de mega-capitalización. A cierre de 2024, todo sigue prácticamente igual** en este sentido: los mercados siguen subiendo, las mega-caps no muestran ningún tipo de debilidad, y yo sigo equivocado. **La presunción de inocencia no aplica en bolsa y un inversor está equivocado hasta que se demuestre lo contrario.**

No obstante, sigo convencido de que el inversor medio está subestimando los riesgos y el potencial de corrección de los índices globales y de las compañías que los gobiernan. Por otro lado, con tal de no sonar a disco rayado, esta vez no me extenderé y simplemente voy a compartir varios gráficos que me han llamado la atención últimamente y que son una muestra más de la situación tan inusual que se está viviendo actualmente en los mercados financieros.

El gráfico siguiente muestra que el grado de liquidez del agregado de todos los fondos de inversión está en mínimos históricos. Es decir, la mayoría de gestores han ido incrementando el grado de inversión de sus fondos desde finales de 2022 (recordad que en el 2022 el mercado cayó un 20%) hasta llegar a estar totalmente invertidos (y hasta un poquito más). Esto, a primera vista, entraría en contradicción con aquello de “**comprar barato y vender caro**”.



El siguiente gráfico muestra la evolución de las previsiones de crecimiento de beneficios del consenso de analistas. Se puede ver con claridad que, en el pasado, el agregado de analistas siempre ha ido a pie cambiado y ha previsto buenos resultados futuros en los picos de la burbujas y malos resultados futuros justo en los cambios de tendencia al alza. Actualmente, los nuevos desarrollos en el campo de la IA parece que prometen, según el mercado, unos incrementos en los beneficios de las compañías cercanos al 20% los próximos años. **Veremos si esta vez el consenso está acertando o por el contrario, vuelve a equivocarse.**

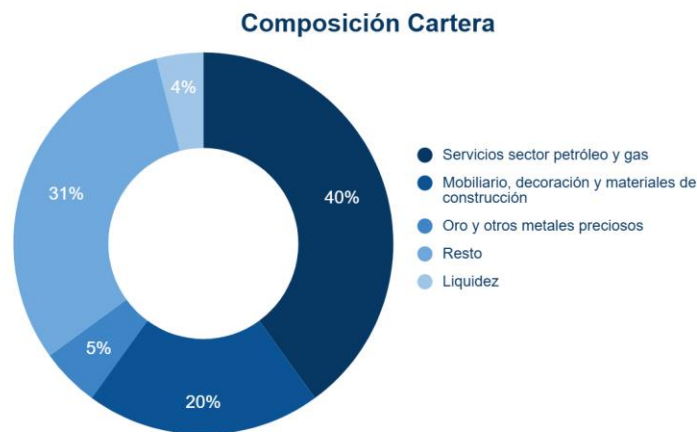


Por último, en el próximo gráfico se muestra la evolución del **grado de confianza del consumidor** promedio americano en la inversión en acciones americanas. Otro gráfico en máximos históricos...



Cartera

Tras las compras y ventas que he realizado durante los últimos tres meses, los pesos en los distintos bloques de la cartera han quedado como se muestra en la figura siguiente. El único cambio relevante, en este sentido, ha sido la reducción a la mitad de la exposición a mineras de oro y el incremento de la exposición de las compañías de servicios al sector del petróleo y gas de un 35% a un 40%.



Proveedores de servicios al sector del petróleo y gas

Peso en cartera = 40%

Contribución a resultados 4T = -2%

Por segundo trimestre consecutivo este es el bloque de la cartera que peor se ha comportado en cuanto a rentabilidad se refiere. Explicaba en mi carta anterior que la actividad en **este sector no se desarrolla de manera lineal** por varias razones. Por el lado de la demanda, los operadores de los campos petrolíferos (Total, BP, Shell, Equinor, Saudi Aramco, etc.), que son los clientes de las compañías en las que estamos invertidos, tienen sus propios tiempos de asignación de capital y ejecución de proyectos, que a su vez dependen de sus perspectivas de mercado, presupuestos internos, política, etc. Es razonable que estas empresas tengan momentos en los que prefieren frenar la inversión y recoger beneficios y otros, en los que sucede todo lo contrario. Por el lado de la oferta, no hay que olvidar que este sector se está reavivando después de 10 años de crisis que ha llevado a la quiebra a multitud de compañías y por lo tanto, a la reducción de la capacidad productiva de todo el sector. Por lo que todavía existen segmentos de la cadena de valor que siguen subdesarrollados (u obsoletos, que viene a ser lo mismo). En este sentido, como operador puedes perforar todos los pozos que quieras, pero si después no consigues una plataforma de producción para comenzar a vender el crudo, no tiene mucho sentido apresurarse en la etapa de perforación.

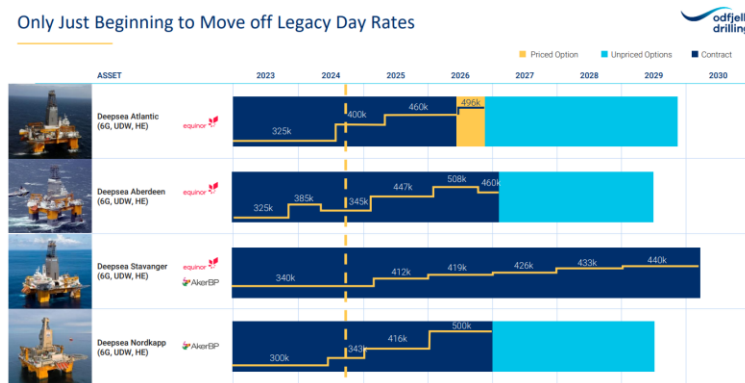
Estas dinámicas llevan su tiempo hasta que se resuelven. **Poco a poco se debería de volver a un estadio de mayor actividad**, en el que nuestras compañías deberían ir incrementando la utilización de sus activos y, consecuentemente, **incrementar sus beneficios**.

Llegados a este punto creo que es interesante poner un ejemplo concreto y comparar dos compañías que tenemos en este bloque de la cartera: **Odfjell Drilling y Noble**.

Son dos compañías que hacen lo mismo: operar plataformas marítimas de perforación. No obstante, operan en mercados diferentes y debido a ello, Odfjell tiene toda su flota empleada casi

al 100% y Noble tiene su flota empleada al 75%. En este tipo de negocios prácticamente el 100% de los costes son fijos, por lo que **pequeñas diferencias en la utilización de la flota tienen un gran impacto en la generación de beneficios.**

Odfjell es una compañía noruega que opera 8 plataformas semi sumergibles (4 en propiedad y 4 bajo un contrato de gestión, i.e. solamente se ocupan de operar la plataforma, mientras que la propiedad es de otra empresa). Este año 2024 ha generado \$150M de flujo de caja libre y atendiendo a los contratos que ya tiene firmados para los próximos años, generará \$160M en 2025 y \$300M en 2026. Esto compara con una capitalización bursátil de algo más de \$1.000M a cierre de año, lo que se traduce en unas **rentabilidades del ~15% en 2024 y 2025, y del ~30% en 2026.** ¡Importante! Esto son estimaciones, sí, pero estimaciones con un grado de confianza alto, ya que se basan en contratos firmados con operadores de primer nivel con los que Odfjell lleva trabajando durante décadas.



Por otro lado, **Noble, es una multinacional con una flota mucho más extensa.** Opera 17 drillships, 9 semi sumergibles y 13 jackups, repartidos por todo el mundo. Actualmente, varias de estas plataformas están paradas (o finalizan sus proyectos en los próximos meses) y están a la espera de conseguir nuevos proyectos. A cierre de año, el backlog de la compañía (la suma de los contratos ya firmados con operadores) es de \$2.600M para 2025 y \$1.700M para 2026, frente a unos gastos fijos anuales de unos \$2.600M, lo que querría decir que si Noble no consigue nuevos contratos para sus plataformas, comenzaría a perder dinero. No obstante, este escenario parece poco probable, al menos fijándose en lo que ha pasado en años anteriores, en los que Noble ha conseguido añadir nuevos contratos durante el año y acabar facturando entre un 30% y un 60% más de lo que indicaba el backlog a principios de año². Eventualmente, conforme el sector vaya recuperándose, **Noble debería de ser capaz de llegar a niveles de utilización, al menos, en torno al 85%, lo que se traduciría en unos beneficios varias veces por encima de los actuales.** Bajo unas estimaciones razonables, Noble debería llegar a niveles de rentabilidad similares a los de Odfjell. En este caso, no obstante, la certeza de estas estimaciones no es tan alta como para Odfjell, y al mercado esto no le gusta. Nada de nada.

El siguiente gráfico muestra el movimiento de las acciones de Odfjell (línea azul) y Noble (línea amarilla) durante 2024. Como se puede ver, el mercado premia la visibilidad en los resultados de Odfjell y penaliza la incertidumbre en Noble. Cuesta creer que ambas compañías hagan lo mismo.

² A 20 de enero de 2025, Noble ya ha añadido más de \$200M en nuevos contratos para el resto del año 2025.



El mercado es cortoplacista, parece que cada vez más. Pero, aunque esto sea un tanto frustrante, en realidad debemos verlo como una bendición, ya que sin estos actos irracionales del mercado, no sería posible hacerse con acciones de compañías como Noble a precios tan bajos.

Mobiliario, decoración y materiales de construcción

Peso en cartera = 20%

Contribución a resultados 4T = -0.5%

Poco movimiento durante este último trimestre del año en este bloque de la cartera. Son compañías cuyos sectores están tocando fondo (o ya lo han hecho) y poco a poco se están recuperando. **Al igual que para las compañías del apartado anterior, son dinámicas que llevan su tiempo.** Adicionalmente, todas las compañías de este grupo son europeas, por lo que el sentimiento de mercado tampoco ayuda.

Oro y otros metales preciosos

Peso = 5%

Contribución a resultados 4T = -0.5%

El precio del oro ha sido bastante volátil a lo largo del trimestre (pese a comenzar en el mismo nivel que ha terminado, aproximadamente los \$1.650 por onza). No es de extrañar, pues, que las acciones de nuestras mineras de oro hayan seguido el mismo patrón. Gracias a esta volatilidad he sido capaz de realizar ganancias en **Barrick Gold y Franco Nevada** a finales de octubre, mientras que la rentabilidad latente del bloque ha sido ligeramente negativa.

Sigo esperando a que el mercado ponga en valor el resto de las compañías que tenemos en cartera dentro de este bloque y **no descarto volver a incrementar la exposición al sector** si los precios siguen bajando.



Resto

Peso en cartera = 31%

Contribución a resultados 4T = 0%

Durante este trimestre, este grupo de compañías ha tenido una contribución neutra al resultado de la cartera. No obstante, hay **varios puntos importantes** a comentar. Entre otros: un éxito, un error y un cambio de tendencia.

El éxito - Flatexdegiro: Flatexdegiro es un broker + banco comercial alemán que lleva incrementando su cuota de mercado en el segmento de intermediación de operaciones de compra-venta de acciones para cliente retail europeo durante los últimos años. Ha sido, y es, un claro beneficiado del buen momento que está pasando el sector, con la **confianza del inversor retail en máximos históricos** (ver apartado “Mercado”). A mediados de 2021 su precio por acción tocó su máximo histórico (€30/acción) y desde entonces no paró de bajar, hasta los €6/acción a finales de 2022, después de que el regulador alemán dictara que la compañía tenía un sistema de control de riesgos deficiente. Desde entonces, la compañía ha seguido su senda de crecimiento en número de clientes y de operaciones ejecutadas y ha resuelto las dudas acerca de sus sistemas de control, volviendo el precio de sus acciones a €16/acción. **Desde el lanzamiento del fondo nos hemos beneficiado de esta vuelta “a la normalidad” de la acción.** No obstante, llegados a este punto, y consciente de que la compañía puede seguir teniendo recorrido, temo que tal vez se esté beneficiando en exceso del alto grado de especulación que existe actualmente en los mercados de renta variable y he preferido deshacer la posición y emplear el capital en otras ideas de inversión con mejores perfiles de rentabilidad/riesgo. Adicionalmente, también nos ahorramos el riesgo de estar invertidos en un banco comercial.

El error - Pierer Mobility: Mi primer error de inversión desde que gestiono el fondo Uve Equity Fund. No ha sido el primero de mi carrera y tampoco será el último. Pero este sabe especialmente mal, honestamente. Pierer Mobility es la compañía holding austríaca propietaria de las marcas KTM, Husqvarna, Gas Gas y MV Augusta, todas ellas fabricantes de motocicletas. El equipo gestor fue demasiado agresivo expandiendo su capacidad productiva durante los últimos años, y cuando la **demanda global de motocicletas ha caído, no han sido capaces de ajustar sus ritmos de producción a tiempo.** Cuando levantar la persiana de tu negocio te cuesta todos los días 100 y solo eres capaz de vender 50, el resto lo cubres pidiendo dinero prestado. Por supuesto, esta dinámica tiene poco recorrido y eventualmente mella el valor de tu negocio de manera permanente. Mi primer error fue subestimar la contracción del mercado y su duración, mi segundo error fue sobreestimar la capacidad de adaptación de la compañía y mi último error ha sido no vender antes.

El cambio de tendencia - Watches of Switzerland: Compañía inglesa que vende relojes de lujo a través de su red de tiendas ubicadas en Inglaterra y Estados Unidos. Desde finales de 2021 hasta finales de 2023 el precio de sus acciones cayó un 60% por dudas acerca de su crecimiento futuro. Y desde principios de este año 2024, cayó otro 50%, por miedo a que Rolex dejara de suministrarle relojes y desarrollara su propia red de tiendas físicas. Paralelamente a todo este ruido, **la compañía ha seguido ejecutando sus planes de crecimiento, su relación con Rolex sigue siendo la que era y parece que todo el sentimiento negativo ha desaparecido.** Desde el mínimo que marcó en mayo, las acciones han subido un 70% hasta cierre de año. **Otra muestra de lo rápido que cambian las cosas en bolsa.**



Otro trimestre más, aprovecho para reiterar mi convicción en la cartera, que está compuesta por 25 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 read 'Victor Echazarra', written in a cursive style.

Victor Echazarra