

SOLVENTIS EOS European Equity¹

Informe Noviembre 2018

Este mes, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del -2,94% y el índice Eurostoxx 50 un -0,76% (un -0,71% si incluimos dividendos).

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un 91,7% a la del índice o en un 53,2% 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	-5,0%	-7,1%	2,1%	-9,4%	4,4%
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%
Rentabilidad acumulada	78,6%	25,3%	53,2%	-13,1%	91,7%
Rentabilidad anual (TAE)	4,8%	1,8%	2,9%	-1,1%	5,9%
Volatilidad (12 meses)	10,8%	12,9%	-2,1%	13,2%	-2,4%

¹ Disponible en formato SICAVy Fondo de Inversión

Comportamiento y movimientos de la cartera:

El mes de noviembre da la bienvenida a la campaña prenavideña gracias, entre otras cosas, al encendido de sus características luces. Estas pequeñas bombillas alumbran las calles y comercios de nuestros pueblos y ciudades. Cuando todas ellas se iluminan a la vez, generan una atmosfera de paz, esperanza y alegría que va mucho más allá de la simple energía luminosa.

Estas luces han protagonizado la cara amable de los mercados en los últimos años. Sin embargo, recientemente han emergido sombras que permanecían escondidas en el olvido. En general, estas nubes surgen en el momento que nadie las espera, desatando un aumento del nerviosismo y por ende un cambio del estado de ánimo de las bolsas mundiales. En consecuencia, gran parte de los índices europeos y americanos acumulan caídas de doble dígito desde máximos del año. Y la gran pregunta que todos nos hacemos es: ¿y ahora qué? La respuesta no es fácil ni tampoco única. Si acudimos a los datos macro observamos cierta desaceleración, entendida como reducción leve del crecimiento, de algunas de las principales cifras. Mientras que si nos fijamos en los datos micro, tenemos empresas que ganan más que hace un año y están más baratas que un año atrás. Con todo ello, denotamos que la principal duda del mercado es si las compañías van a seguir en esta tendencia creciente de sus beneficios. La manera en la que nosotros evitamos este sesgo a sobreestimar ganancias futuras es a través de una selección cuidadosa de los valores que componen nuestra cartera, ya que como decía el escritor Bertrand Russell: "Lo más difícil de aprender en la vida es qué puente hay que cruzar y qué puente hay que quemar".

Fruto de este análisis y selección, hemos decidido incrementar nuestra posición en Iberpapel. Esta compañía vasca cuenta con un magnífico equipo directivo que ha hecho de un sector poco atractivo como el papelero, un auténtico nicho de rentabilidad. Lo ha conseguido mediante una integración completa de sus procesos productivos y una política de costes muy disciplinada. Esto le ha permitido acumular una caja neta que a día de hoy representa más del 20% de su capitalización bursátil. Iberpapel va a emplear esta tesorería en financiar parte del Proyecto Hernani, cuyo objetivo es la instalación de una nueva máquina de fabricación de papel destinada a la producción de embalaje flexible. Con todo lo anterior obtenemos un margen de seguridad superior al 50%.

Durante este mes, también hemos incrementado nuestro peso en Rieter. Esta compañía familiar suiza desarrolla y fabrica maquinaria, sistemas y componentes utilizados para convertir fibras naturales y artificiales en hilos. La empresa está inmersa en su particular travesía por el desierto, dado que el número de máquinas vendidas se encuentra en su punto más bajo. Esto se debe al ciclo de reemplazo de este tipo de maquinaria, que mejorará en los próximos años cuando la renovación de las antiguas deje paso a las nuevas. Entre tanto, nos quedamos con el negocio de componentes y post-venta que genera unos retornos más recurrentes. Además, la compañía cuenta con caja neta, lo que le permite afrontar esta ciclicidad desde una mejor posición financiera. Todo ello hace que nuestro margen de seguridad sea próximo al 75%.

Otro movimiento destacado en nuestra cartera ha sido la venta de Leoni. Esta decisión obedece a que su potencial de revalorización se ha visto notablemente mermado tras nuestra última revisión de la valoración. Leoni es una empresa que fabrica cables, sistemas de cableado y gestión de energía para automóviles. Esta inversión estaba relacionada con el potencial de crecimiento de ventas, incremento en márgenes y con el aumento de metros de cables y componentes por automóvil del que Leoni se iba a beneficiar. Sin embargo, todo esto ha sido contrarrestado por el incremento del gasto en investigación y desarrollo en el que están incurriendo actualmente. En consecuencia, hemos preferido vender lo poco que nos quedaba en Leoni (0,5% de la cartera) y continuar buscando otras alternativas de inversión, tanto dentro como fuera del sector de los fabricantes de componentes de automoción, que nos ofrezcan mejores perspectivas.

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	1,18x	SBM Offshore NV	5,07%
PER (2018)	12,4x	Renault SA	4,62%
PER (2019)	9.7x	Bollore SA	4,50%
EV/EBITDA (2019)	5,5x	Greenalia, S.A.	4,11%
P/Cash Flow (2018)	6,6x	Atalaya Mining PLC	3,47%
Net Debt /Ebitda	1,3x	Koninklijke Vopak NV	3,31%
Debt / Assets	32%	Grifols SA Serie B	3,10%
ROE	10,1%	Robertet SA	3,09%
ROCE	30,1%	Greencore Group PLC	3,08%
Div. Yield	2,01%	Dixons Carphone PLC	2,97%

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.