

SOLVENTIS EOS European Equity¹

Informe Septiembre 2018

Este mes, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del +1,22% y el índice Eurostoxx 50 un +0,19% (un +0,27% si incluimos dividendos).

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un 99% a la del índice o en un 58% 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	2,1%	-0,6%	2,8%	-3,0%	5,1%
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	92,1%	34,1%	58,0%	-6,9%	99,0%
Rentabilidad anual (TAE)	5,5%	2,4%	3,1%	-0,6%	6,1%
Volatilidad (12 meses)	8,7%	11,6%	-2,9%	11,8%	-3,2%

¹ Disponible en formato SICAVy Fondo de Inversión

Comportamiento y movimientos de la cartera:

Septiembre está lleno de acontecimientos curiosos y de otros que cambiaron nuestra historia para siempre. Por ejemplo, el día 9 de septiembre es el día mundial de saltar en los charcos y el día 14 se celebra el día mundial de los donuts rellenos de crema, ambas fiestas muy apetecibles, ¿no? Sin embargo, este primer mes otoñal también ha albergado fechas que sobrecogieron al mundo, como el día 11 de septiembre de 2001 con los atentados de las torres gemelas y el día 15 de septiembre de 2008 con la quiebra del gigante financiero Lehman Brothers.

Esta última fecha nos enseñó una valiosa y dolorosa lección a todos: la rapidez y virulencia con la que cambian las cosas. En tan solo unos instantes se había puesto fin a la historia del cuarto banco de inversión más grande de Estados Unidos y se había dado el pistoletazo de salida, de la que sería a la postre, la mayor crisis financiera desde 1929. Muchos autores han escrito acerca de esta crisis, algunos ponen unas cifras más altas y otros más bajas, pero todos coinciden en que las consecuencias sacudieron al mundo entero y aún se dejan sentir en ciertos lugares sobre todo de Europa. Pero ahora permítanos que le formulemos una pregunta: ¿creen ustedes que hemos aprendido la lección de esta crisis? Dejamos a su criterio la respuesta a dicha cuestión. Desde Solventis Eos esta crisis sirvió para reafirmar nuestro compromiso por el análisis independiente, robusto y con rigor, ya que como dice Warren Buffett: "Solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo".

Fruto de dicho análisis han surgido ideas como Prosegur Cash. No se trata de una compañía desconocida, ya que acudimos a su salida a bolsa a principios de 2017, pero apenas nos asignaron acciones. A finales de este mes de julio la volvimos a analizar y detectamos que el negocio del transporte y administración del efectivo no está muerto, ya que el número de billetes en circulación crece año tras año. Prosegur Cash obtiene la mitad de sus ingresos de Argentina y Brasil, países donde el efectivo tiene un brillante presente y futuro, pero con unas divisas muy inestables. Por esto último y dado que el margen de seguridad era solo del 30%, decidimos no invertir. Sin embargo, tras la crisis de emergentes vivida en agosto, el mercado nos ha dado una segunda oportunidad. Hemos revisado cual es el impacto que han tenido anteriores depreciaciones de estas divisas sobre las cuentas de la compañía. En el corto plazo este impacto es negativo, dado que sus ingresos al traerlos a euros valen menos, pero en el medio plazo dicha depreciación conlleva inflación, y por tanto los volúmenes de efectivo transportados aumentan, compensando así el anterior impacto. Por ello, y tras las recientes caídas, el margen se ha ampliado hasta el 50%, decidiendo así comprar un 1% de nuestra cartera.

Otro movimiento destacado en nuestra cartera ha sido la reducción de peso en Peugeot y la compra de Fiat Chrysler Automobiles (FCA). Esta decisión obedece a que el margen de seguridad de Peugeot, tras las recientes subidas, se ha visto notablemente mermado, mientras que FCA nos ofrece un potencial del 50%. En realidad, FCA debería llamarse Jeep Maserati Automobiles, porque son estas dos marcas las que generan gran parte de los ingresos. FCA vende 4,7 millones de coches al año a través de sus 8 marcas. Esta compañía es especialista en poner en valor sus diferentes segmentos, tal y como demostró con la escisión de Ferrari en 2016. Ahora en 2018 lo va a repetir con la inminente venta del fabricante de componentes de automoción Magneti Marelli. Tras ello, nos quedaríamos con una compañía sin apenas deuda financiera (solo planes de pensiones) y que fabrica coches de reconocido prestigio como Jeep, Alfa Romeo y Maserati entre otros, pagando tan solo 5 veces beneficios.

Durante este mes hemos reducido nuestra posición en Vopak y hemos aumentado nuestro peso en BW LPG. El margen de seguridad de Vopak, tras las subidas de los últimos meses, se ha visto disminuido, mientras que BW LPG presenta un margen cercano al 70%. El mercado del transporte marítimo de gas propano y butano (LPG) ha comenzado a dar síntomas de recuperación tras varios años de travesía por el desierto. Esta recuperación se ha materializado en importantes subidas del precio de los fletes de estos barcos. Estas compañías navieras cuentan con un alto apalancamiento operativo, ya que la mayoría de sus costes son fijos, por ello cualquier incremento en sus ingresos tiene un efecto multiplicativo en su beneficio, y por ende en sus cotizaciones.

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	1,27x	SBM Offshore NV	5,44%
PER (2018)	12,3x	Renault SA	5,11%
PER (2019)	10,5x	Bollore SA	3,99%
EV/EBITDA (2019)	5,8x	Atalaya Mining PLC	3,90%
P/Cash Flow (2018)	4,8x	Greenalia, S.A.	3,80%
Net Debt /Ebitda	2,3x	Koninklijke Vopak NV	3,36%
Debt / Assets	37%	Robertet SA	2,99%
ROE	12,7%	Grifols SA Serie B	2,97%
ROCE	27,4%	Dixons Carphone PLC	2,86%
Div. Yield	1,82%	Antofagasta PLC	2,81%

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.