

## Carta Trimestral Q2 2016 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

True Value ha obtenido una rentabilidad negativa de 0,78% durante el segundo trimestre de 2016. Este resultado está en línea con el comportamiento de los índices de referencia.

El segundo trimestre ha estado marcado por la elevada volatilidad. El Brexit ha sido el elemento determinante. Este tipo de eventos siempre han sucedido en los mercados y sucederán en el futuro. En la actualidad ya nadie habla del Ébola, el techo de deuda o el tsunami de Japón, son eventos recientes y que provocaron caídas similares en los mercados. Al final da igual la razón, los mercados simplemente no se mueven en línea recta y siempre habrá una excusa para tomar beneficios.

En este trimestre hemos tomado provecho de esta volatilidad para tomar nuevas posiciones en empresas dentro de nuestro círculo de competencia. Algunas de estas nuevas acciones ya han estado en cartera previamente.

### Nuestra cartera

Durante el segundo trimestre nuestras empresas han seguido presentando sólidos resultados en base a lo esperado. En el caso de JDG hizo un “profit warning” que usamos para incrementar posiciones, ya que es negocio de alta calidad que de vez cuando es penalizado por el mercado en función de la cartera de pedidos que presenta. Cualquiera que tenga cierta experiencia invirtiendo en su sector sabe que es un número con cierta volatilidad en términos trimestrales, pero muy predecible a medio y largo plazo. Esto debe ser usado para tomar provecho.

Hemos iniciado posiciones en empresas de países emergentes hasta un total del 8% de la cartera. Son negocios buenos, cotizando a múltiplos muy bajos. Muchas de estas empresas tienen negocios globales que nada tienen que ver con el futuro del país en el que cotizan. Los mercados emergentes llevan caídas acumuladas del 40% al 70% desde el 2011, más de 5 años de mercado bajista. Pensamos que la negatividad es máxima y que pueden ser buenas oportunidades para el futuro.

Seguimos con un nivel de liquidez medio, dado las elevadas valoraciones de algunos sectores del mercado. Observamos una dicotomía en las valoraciones. Por un lado las empresas muy seguras y con gran liquidez cotizan a múltiplos muy elevados y en máximos históricos. Mientras que empresas con deuda, negocios algo más cíclicos y menor liquidez cotizan a valoraciones atractivas. ¿Qué hemos decidido ante esto? Centrarnos en empresas medianas y pequeñas de buenos negocios, seguros y que cotizan a buen precio. Creemos que

es mejor que la solución de ir a empresa más líquida pero de menor calidad. La posición del fondo en Grandes compañías de True Value ha pasado del 22% al 8%. El ser un fondo pequeño nos ayuda a poder invertir en estas acciones y aumentar el margen de seguridad para el partícipe.

## Valor en cartera – PSB industries

**PSB Industries (PSB)** Esta empresa ejemplifica lo que arriba hemos descrito. Un negocio de alta calidad, muy estable en las crisis, sin amenazas en su industria y que cotiza en la parte de baja de su valoración histórica. Creemos que es una empresa poco seguida por el mercado y que la razón principal de su valoración es la liquidez ya que de media cotiza mueve un volumen de 100.000€ diarios, lo cual no es un problema para nosotros. Es curioso además que cotiza al mismo nivel que 2006-2007, cuando los beneficios ahora son unos 120% más elevados.



PSB se dedica a la fabricación de envases para el sector de belleza, salud y alimentación. También posee una pequeña línea de química especializada. El sector de los envases es buen negocio ya que el transporte a largas distancias de los envases no es rentable, por su bajo coste unitario. Este crea barreras de entrada ya que el mercado se divide por zonas de control geográfico, donde rara vez hay espacio para más de un competidor. La cíclicidad del negocio de envases depende al sector final que sirva la empresa, siendo el industrial uno de los peores. Los sectores finales de PSB son muy estables (salud, belleza y alimentación). Esta estabilidad hace que sean negocios que soporten mucha deuda para aumentar la rentabilidad sobre la Equity. El sector se mueve entre 3x y 5x Deuda/EBITDA. PSB es más conservador y solo tiene 1,7x.

Es una empresa familiar donde los intereses están alineados. Esta familia posee más del 40% de las acciones. El equipo gestor tiene una trayectoria impresionante de generación de valor. Desde su salida a bolsa en 1992, las acciones han pasado de 5€ a 47€, si incluimos los dividendos obtenemos un valor adicional de 20€ por acción. Desde 2003 las ventas han pasado de 150m a 400m en 2016, manteniendo un margen operativo constante alrededor del 9%. Durante la crisis del 2008 sus ventas bajaron solo un 12% y para el año 2010 ya eran superiores al 2007. La empresa siempre ha pagado dividendos crecientes, y la generación de

caja no sufre en la crisis. Cuando aparecen recesiones como la del 1994/2000/2008 PSB sale más fortalecida de ellas ya que compra a rivales en apuros o roba cuota de mercado, gracias a que siempre posee liquidez para los momentos difíciles.



Hace 3 años la empresa vio la oportunidad de consolidar el sector en el que opera donde es el nº1 o nº2. Esta estrategia no es nueva en el sector, ya que las barreras de entrada que hemos comentado arriba impiden crecer de forma orgánica (nuevas plantas). Existen ciertas sinergias al comprar rivales pequeños y locales. Estas sinergias suceden a nivel de costes, tecnología y red de distribución. Además estos pequeños negocios se pueden comprar a precios atractivos. PSB está teniendo mucho éxito con esta estrategia, ya que ha pasado de facturar 250m en 2013 a 400m en 216, sin elevar su deuda y sin emitir acciones, a la vez que paga un buen dividendo.

True Value ha realizado sus compras a un precio medio de 45€, a este nivel PSB cotiza 4,4x EV/EBITDA, PER 8x y P/FCF 7.5x. Esto es remarcable para una empresa que puede crecer al 15%+ los próximos años, con baja deuda y un negocio estable. Este tipo de inversiones simplemente no se encuentran en empresas de más de 1.000m€ de capitalización. De hecho este tipo de temática de inversión, entre empresas de gran tamaño, es la que está recibiendo los múltiplos más altos de valoración en la actualidad.

Existen muchas empresas similares en el sector y casi ninguna baja de 8x-10x EV/EBITDA, PER 15x-20x, con mayor deuda y menos oportunidades de crecimiento. Sin hacer ninguna suposición heroica, creemos que a día de hoy vale 70€-80€ por acción.

## Conclusiones

Seguimos siendo optimistas con el futuro de nuestras empresas. La bolsa podrá subir o bajar, pero nuestra guía seguirá siendo los buenos negocios, dirigidos por excelentes managers, resistentes a la crisis y con crecimientos superiores a la media.

Un cordial saludo,

Asesores de True Value FI: Alejandro Estebaranz Martín y José Luis Benito Corres.