



Carta Q2 2017 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

En el primer semestre de 2017 True Value ha obtenido un rentabilidad positiva de 12.45%. La rentabilidad acumulada desde inicio ha sido del 67%. Este resultado supera ampliamente a los principales índices de renta variable de aquellas zonas en las que invierte el fondo (S&P 500, Russell 2000, Eurostoxx 50 y S&P TSX, MSCI world small caps).

Seguimos siendo optimistas con la renta variable. Mientras los tipos de interés sigan en un nivel por debajo del 4%, los mercados siguen baratos según el Equity Risk Premium; pensamos que esta métrica es la más válida a lo largo de los años para medir el nivel de los mercados. Incluso con tipos al 5% podríamos decir que estamos en la zona de valor razonable actual y en ese escenario el partícipe de True Value ha de recordar que posee una cartera de acciones mucho mejores que la media del mercado, con menos deuda, con mejor crecimiento y cotizando a PER 10x de 2018 contra una media del mercado a PER 16x-18x de 2018.

Seguimos pensando que el principal riesgo para los mercados es China con su situación de deuda, sector inmobiliario y reconversión industrial. Es un riesgo que ha desaparecido de los titulares desde hace año y medio, después del show de Trump y el Brexit (que consideramos problemas menores o neutros). Hay que monitorizar constantemente esta situación ya que puede tener ramificaciones importantes; por este motivo la exposición del fondo a China de forma directa o indirecta es mínima. Los sectores que más se verían afectados serían materias primas, autos, bancos, empresas de bienes de equipo, empresas de bienes de lujo... A nivel indirecto las empresas más perjudicadas serían aquella más cíclicas o con más deuda. True Value no tiene exposición a los sectores antes descritos; además tenemos negocios estables y con una deuda/EBITDA de 0,8x, mientras que la media del mercado es de 2x deuda/EBITDA.

En True Value no solemos prestar mucha atención a la Macro ya que consideramos que es, muchas veces ruido y eventos que quedan en nada; tampoco usamos esa información para especular, lo que si nos interesa es comprender la Macro para evitar zonas de peligro y así proteger el capital de los partícipes.

Nuestra Cartera durante Q2 de 2017

Empezamos el 3er trimestre con un 23% de liquidez después de vender o reducir varias posiciones que se habían revalorizado y que ya no cumplían con nuestro objetivo de rentabilidades de doble dígito; a medida que fuimos generando nuevas ideas pusimos a trabajar ese capital hasta reducir la liquidez al entorno del 20% actual.

Durante este trimestre hemos añadido a las principales posiciones, Silicom con un peso cercano al 4% y tras estudiarla exhaustivamente consideramos que puede valer el doble a 3 años vista, lo cual otorga una TIR realmente elevada.



Entre el Top 10 de cartera, Constellation Software sigue en su línea y pensamos mantener las acciones durante muchos años.

Boyd Group realizó la adquisición más grande de los últimos 3 años y las acciones subieron un 20%.

MTY Food sigue presentando buenos resultados con una generación de cash flow enorme, el mercado sigue sin reconocer su valor por miedos infundados; no obstante seguiremos acumulando acciones por debajo de 50\$ CAD, ya que el margen de seguridad es muy elevado.

Umanis recibió nueva cobertura de analistas lo cual hizo subir su precio un 20%; continuamos siendo optimistas con el futuro de la empresa y creemos que a 5 años su valor es muy superior a 20€ por acción lo cual es una TIR superior al 16% anual.

Premium Brands también lo hizo bien después de presentar grandes resultados revalorizándose un 25% desde nuestra entrada.

En el lado negativo del Top 10 de la cartera, Goeasy sufrió en bolsa por los miedos del mercado al crédito en Canadá. La empresa presentó unos resultados estupendos con el menor nivel de morosidad en 4 años, lo cual nos hace pensar que la situación es buena. Publity corrigió en bolsa arrastrado por la leve caída en los mercados europeos. Enercare se había disparado en bolsa de 18\$ a 22\$, después que su rival en Ontario fue adquirida por una corporación China a un múltiplo un 50% superior al de Enercare, posterior a ese evento la empresa publicó unos resultados en línea, que no fueron bien interpretados por el mercado; las acciones bajaron de 24 a 18\$ en poco tiempo. Esta situación nos hizo acumular y aumentar nuestra posición a 18\$ y en ese punto, los insiders de la compañía también compraron muchas acciones. Ahora cotiza a 20\$. Es un negocio con características de utility, súper resistente a las crisis, con menos apalancamiento y cotizando a 11x FCF; su rival fue adquirido a más de 20x FCF y las utilities cotizan a más de 16x FCF. Hay que recordar que el negocio va a crecer durante los próximos años en Estados Unidos y que además paga un buen dividendo del 5%.

También es importante destacar la caída de CRH medical, una empresa que ha aportado mucho al rendimiento del fondo, que empezó a comprar acciones a principios de 2015 a 2\$CAD por acción. En 2016 establecimos una posición del 5% a una media de 3,50\$; después se revalorizó hasta los 12\$ en apenas un año. El fondo comenzó a vender el 75% de su posición a 10\$-11\$, quedándonos con una posición del 1,8%, que después se volvió a reducir a 9\$ hasta un peso del 1% y finalmente se liquidó a 6\$. Los problemas aparecieron cuando se empezó a vislumbrar que la CMS podría modificar las tasas de reembolso para los procedimientos de anestesia; un riesgo que estaba contemplado en nuestro análisis y que ha acabado materializándose; afortunadamente el impacto sobre el fondo ha sido inferior al 0,6% dado que habíamos reducido nuestra posición enormemente a precios muy superiores. El resultado global es que CRH ha aportado un 9% de rentabilidad total sobre el fondo; aun así consideramos que nos hemos equivocado y que nos volveremos a equivocar en el futuro, pues



cuando invertirnos en una empresa lo hacemos con un horizonte a 5 años, así que no es lógico depender de eventos como las revisiones de la CMS que suceden cada año.

Para tener la confianza de invertir a largo plazo hay que dormir tranquilo y tener un horizonte claro, por ese motivo quizás CRH nunca debió haber supuesto más de un 2% de peso en cartera (estando englobada en esa parte de la cartera del 10-15% asignada a empresas de alto retorno); por lo que más que un error de análisis consideramos, que es un error de asignación de pesos en cartera. Lo importante en estos casos es diversificar, monitorizar férreamente las posiciones y ser flexibles. Seguimos estudiando las posibles ramificaciones del evento ya que el mercado puede haber exagerado su reacción.

Nuevo valor en cartera (Opentext: OTEX)

Opentext es realmente un viejo conocido para los partícipes de True Value, ya que ha estado en cartera desde 2014, una vez que el valor subió desde los 21\$USD vendimos la posición. Hemos vuelto a incorporar Opentext a la cartera después de los resultados del primer trimestre, donde retrocedió casi un 20%, pues creemos que estos resultados son buenos a diferencia de lo que piensa el mercado.

Opentext es el clásico negocio que nos gusta en True Value; porque no sufre en las crisis (tanto las ventas como beneficios crecieron en 2008 y 2009), tiene un retorno sobre el capital invertido muy alto, tiene crecimiento via M&A, entienden la gestión del capital, son amigables con el accionista y tiene poca deuda; un 85% de los ingresos son recurrentes, algo espectacular y muy difícil de encontrar.

Opentext es un holding de software relacionado con la gestión de documentos e información de las compañías. Antiguamente las empresas almacenaban su información sensible o propiedad intelectual en formato físico; ahora se hace de forma digital y empresas como Opentext son las encargadas de proveer estos servicios. Existen altas barreras de entrada en el sector ya que se necesita una elevada reputación para que el cliente confíe su información más sensible a una empresa; así mismo hay costes de cambio ya que para una empresa que es cliente de Opentext, cambiar de proveedor de software le resulta una labor muy tediosa, para el pequeño ahorro que le puede suponer; además durante el periodo de cambio la empresa incurre en enormes costes. El software de gestión de documentos es un gasto inelástico para el cliente de Opentext, ya que da igual si vende mucho o poco, en todo caso ha de pagar su licencia y mantenimiento todos los años; esto hace que sea un negocio recurrente. Opentext tiene ventaja competitiva en forma de escala ya que puede dividir sus costes de desarrollo entre una base mayor de ventas, porque cuesta lo mismo desarrollar un buen software independientemente de que se tengan 100 clientes o 10.000.

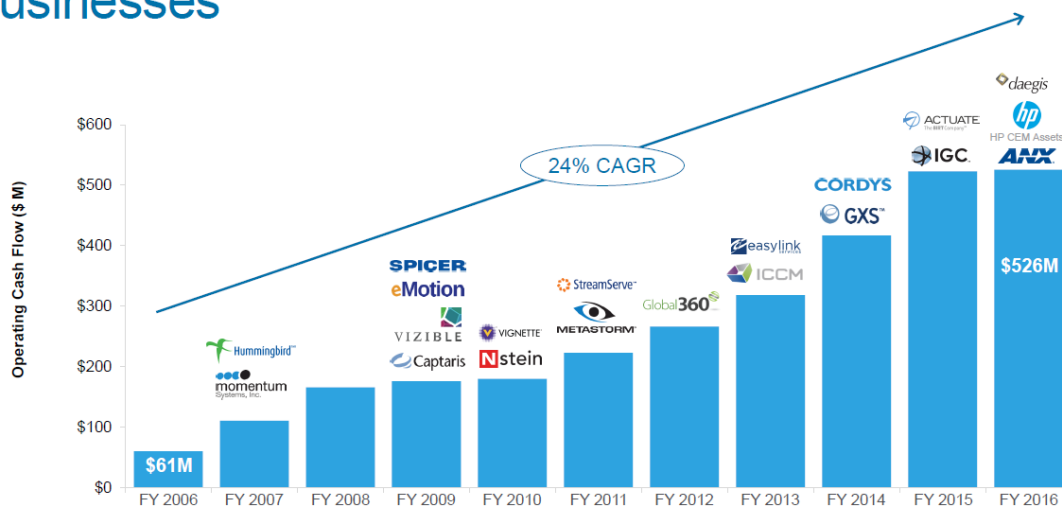
Opentext tiene una base de clientes muy diversificada con buena posición competitiva en cada uno de los sectores que opera; además con su estrategia de adquirir pequeñas compañías del sector para integrarlas en su plataforma, crea múltiples sinergias a nivel de ventas y gastos.



Muchas grandes corporaciones como DELL, HP, IBM tienen en su línea de productos el mismo servicio que Opentext pero no le prestan mucha atención ya que no es su Core Business; por este motivo estas corporaciones están vendiendo dichas líneas de negocio para centrarse en su “Core Business” y ahí es donde aparece Opentext, que al estar especializada en ese segmento puede obtener muy buenas sinergias y un buen precio por estos vendedores no-estratégicos.

Opentext es una apisonadora de crecimiento, lleva creciendo al 24% anual durante los últimos 15 años...

Businesses





La empresa espera crecer al 15% durante los próximos 5 años; actualmente sus ingresos de la nube suponen el 30% pero van a llegar a más del 50% para 2020. La empresa tiene un margen de beneficio operativo del 32%, algo impresionante y que muy pocos negocios poseen; este margen se va a expandir hasta el 36-37% en los próximos 3 años. La empresa también espera que sus ingresos recurrentes sean más del 90% del total.

Después de la última adquisición estimamos un FCF de unos 650-700m, lo cual implica que estamos pagando 12x-13x, por un negocio tan excelente que aunque no creciese debería cotizar a más de 18x. Transacciones privadas del sector se han dado a valoraciones de hasta 25x FCF y 14x EV/EBITDA, esto implica un Upside inmediato del 40%.

Dentro de 4 años estimamos que la compañía puede estar haciendo 900m-1000m de FCF, por lo que tendríamos un valor de 60\$ a 70\$ por acción. True Value ha comprado su posición a un precio medio de 31.50\$; un escenario en que las acciones ofrecen una TIR anual a 4 años del 20%, algo remarcable para un negocio de tan altísima calidad.

Aunque la empresa no creciese, en 4 años generaría 2400m de FCF que podría usar para la recompra de acciones o para pagar dividendos (una opción que está en sus planes sino encuentran adquisiciones); esto implica que dentro de 4 años la empresa estaría cotizando a PER 9x si recompra acciones, si pagase dividendos recibiríamos 10\$ por acción en 4 años y si repaga la deuda, el FCF aumenta a 750m por la reducción de intereses; podemos estimar entonces una valoración de 50\$. En ambos escenarios de no-crecimiento nuestro retorno esperado, valorando múltiplos conservadores de 16x FCF y 11x EV/EBITDA, es de unos 45\$ a 55\$; es decir que incluso en este escenario más desfavorable las acciones ofrecen una TIR anual a 4 años del 12%, algo que es como dijimos antes, remarcable para un negocio de tan altísima calidad.

Un cordial saludo, y **piensen de forma independiente.**

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