

Carta Trimestral Q1 2016 accionistas True Value, Fondo de Inversión.

True Value ha obtenido un rentabilidad negativa de -0,82% durante el primer trimestre de 2016. Este resultado es superior a nuestros índices de referencia. El primer trimestre ha estado marcado por la elevada volatilidad. Aunque el 2008 queda 8 años atrás, los recuerdos son duraderos para los mercados. En estos 8 años cada vez que el mercado ha percibido eventos con cierta similitud, se han producido elevadas cotas de volatilidad. Durante este trimestre los inversores han vuelto a entrar en pánico por la situación de los emergentes, materias primas, China y el mercado High Yield.

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.

En esta carta no vamos a extendernos más en la situación Macro porque no ha cambiado en exceso, desde nuestra última carta de accionistas.

Nuestra cartera

En nuestra última carta explicábamos la tesis de inversión en Premium Brands. La empresa ha presentado un crecimiento superior al esperado y ha continuado con su estrategia de adquisiciones, lo cual ha sido recompensado por el mercado. Hemos aprovechado para reducir un poco nuestra posición.

Otra empresa conocida para nuestros lectores es Plastic Omnium, sus acciones han alcanzado el nivel de los 30€ durante el trimestre. Por un lado el mercado ya ha olvidado el escándalo VW y su efecto (casi nulo) sobre Plastic Omnium. También se ha visto beneficiada por la adquisición de la división de exteriores de Faurecia. En el momento de la inversión a 21€ estimábamos un valor intrínseco de 35€ a 40€. Al realizar un retorno elevado en un corto periodo de tiempo nos parece lógico tomar beneficios ya que el potencial y el margen de seguridad ahora es menor.

En este trimestre los resultados de PSB industries han decepcionado al mercado ya que las ventas comparables han sido negativas. Creemos que es un efecto transitorio ya que el periodo comparable estaba afectado por unas ventas anormalmente elevadas durante el Q4 de 2014. Es una de las empresas más baratas de nuestra cartera, después de la compra de Toplevel la empresa generará un FCF de 30M€ y un beneficio neto de 25M€. Si cotizara los mismos múltiplos del sector valdría casi 120€ por acción, pero debido a la baja liquidez es más seguro estimar un valor intrínseco de unos 90€-100€ a 2 años vista. Hemos aprovechado para aumentar nuestras posiciones, con un coste medio de 45€.

Otra empresa que ha bajado con fuerza durante el trimestre ha sido JLL. Los resultados fueron peores de lo esperado y el equipo directivo sugirió que el mercado inmobiliario podría hacer tope en 2017 o 2018 a nivel global. Seguimos conservando una posición mediana. Aunque el mercado haga tope y los precios no suban JLL puede seguir avanzando. El problema real para JLL es un eventual cierre los mercados financieros al estilo de 2008, escenario que vemos poco probable. Cada vez que se produce una caída en el sector los más perjudicados son los pequeños operadores, y desde luego JLL puede tomar ventaja de esto dado que posee uno de los balances más saneados del sector.

También hemos recibido una OPA sobre Orolia a 20€. Nuestro coste medio fue de 17€. Teníamos una posición pequeña porque tenía una baja liquidez y era muy difícil comprar acciones en el mercado. Creemos que 20€ infravalora la empresa ya que supone menos de 9x veces beneficios del 2017. Es un precio muy bajo para una empresa de alta calidad y con un crecimiento del 20%+ anual en los últimos 8 años. Siendo accionistas minoritarios no podemos hacer más.

Seguimos posicionados un 60% en Norte América, un 25% Europa, 2% emergentes y un 9% en liquidez.

Valor en cartera – Groupe Crit

Groupe Crit (GC) es un negocio de calidad media pero que cotiza a un precio de calidad baja. GC se dedica a ofrecer servicios de trabajo temporal. Es un negocio fácil de entender. La empresa pone en contacto a trabajadores y empleadores. Tener cierta escala dentro de este sector es importante, ya que las multinacionales y empresas de tamaño medio prefieren trabajar con empresas que poseen una amplia red de oficinas y geografías. Las 2 grandes que cotizan son Manpower y Randstad. GC es una de las empresas más fuertes del sector en Francia.

La estrategia que han seguido empresas más pequeñas como GC es la especialización dentro de subsectores de la economía.



Hace 3 años se introdujo en Francia el CICE, una ayuda al empleo. Las empresas de trabajo temporal se han visto beneficiadas por este nuevo régimen fiscal. El margen operativo

de GC es en la actualidad del 5,5%, estimamos que sin este crédito el margen sería del 4%. Empresas más internacionales sin este tipo de ayuda están en ese nivel de márgenes.

La empresa está controlada al 75% por la familia fundadora, lo cual no hace sentir cómodos.

En los últimos años la empresa está creciendo de forma orgánica al 10%, complementado con adquisiciones.

Como mencionábamos al principio el sector está pasando por un momento de consolidación. Donde o bien adquieres o eres adquirido. GC está adquiriendo inteligentemente, pero podría ser perfectamente adquirida por un jugador más grande para así tener una fuerte presencia en Francia.

Hace 6 meses la holandesa USG People fue adquirida a más de 16x beneficios normalizados y 14x EV/EBIT. Hace 4 meses Randstad compró Proffice en Suecia a 15x beneficios y 12x EV/EBIT. Para que sirva de referencia USG tenía un Ebit normalizado de unos 90m-100m y fue adquirida por 1600m (asumiendo deuda), GC va a hacer un EBIT en 2016 de 115-120m, no tiene deuda y capitaliza tan solo 585m. La diferencia es muy elevada.

Creemos que la recuperación del empleo en Europa tiene cierto recorrido. Si miramos a 2-3 años vista la empresa estará facturando un 20-30% dependiendo de las adquisiciones. Esto supone un EBIT de 130-140M y un beneficio neto de 100m. Lo equivale a pagar hoy apenas 3x-4x EV/EBIT y PER 6x. Históricamente GC ha cotizado a 8x-10x EV/EBIT y PER 10x-12x. A esos niveles las acciones ofrecen un potencial muy elevado, en el escenario de adquisición es potencial también es muy interesante.

Si desapareciesen las ayudas fiscales el beneficio se reduciría a 70-80m dentro de 2-3 años, y aun en ese caso existe cierto potencial (40%-60%). Dado que los políticos tienden a cambiar las normas con frecuencia no nos sorprendería que así sucediese. Si percibimos que nos adentramos en una recesión probablemente tendríamos que reducir el peso de GC en cartera, ahora supone un 2,3%.

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.